

Definitie en context van Value Based Management

.....

3.1 De definitie van Value Based Management

.....

De literatuur kent geen eenduidige definitie van VBM. De overeenkomsten tussen de verschillende definities zijn overigens wel groter dan de verschillen. Dit komt waarschijnlijk doordat VBM meer de naam voor een systeem is dan de naam van een theorie.

Een bekende definitie is dan van Copeland c.s.: *‘Properly executed, VBM is an approach to management whereby the company’s overall aspirations, analytical techniques, and management processes are all aligned to help the company maximize its value by focussing management decision making on the key drivers of value’*.

Een meer pragmatische definitie is die van FOCUS: *‘Value Based Management is een sturingsconcept voor zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde bedrijven waarbij de waarde van de onderneming centraal wordt gesteld; het helpt ondernemingen met intern sturen en extern verantwoorden’*.

In het vorige hoofdstuk is geconstateerd dat VBM een aanduiding is voor een geïntegreerd systeem. Het systeem is gericht op de creatie van waarde. Zij doet dit met behulp van een verzameling instrumenten en technieken.

De in dit boek gehanteerde definitie van VBM sluit hierop aan: *‘Value Based Management is het geheel aan activiteiten en instrumenten dat is gericht op het optimaliseren van de waarde van de onderneming door middel van het sturen, meten en evalueren van value drivers’*.

De belangrijkste elementen in deze definitie zijn *activiteiten en instrumenten*, *optimaliseren*, *waarde onderneming* en *value drivers*. Deze elementen worden in de volgende vijf hoofdstukken verder uitgewerkt.

3.2 Value Based Management en de financiële kringloop

.....

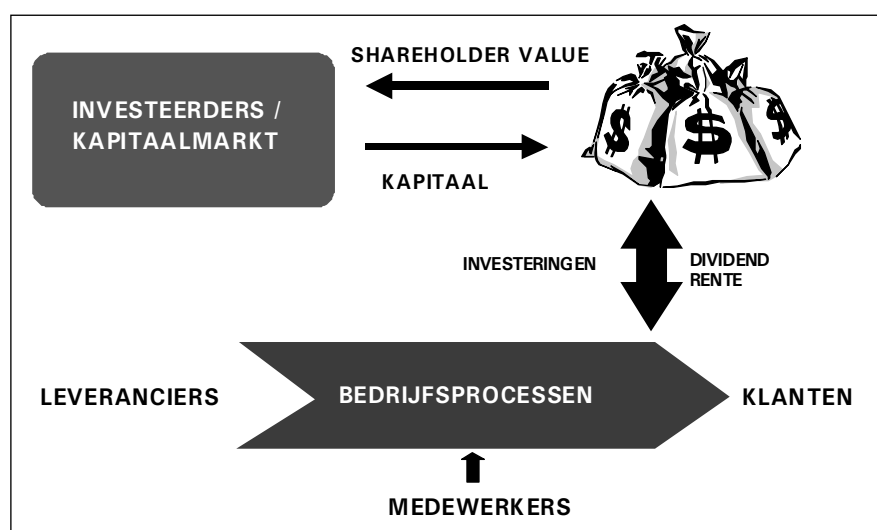
In veel ondernemingen hebben de afdelingen corporate treasury en corporate control moeite met elkaars referentiekader, analyses en jargon. De druk op samenwer-

king neemt echter toe. Deze druk wordt opgebouwd door het grote belang voor de onderneming om waarde te creëren. Voor de beheersingsfunctie betekent dit dat begrip van de kapitaalmarkten essentieel is voor het in goede banen leiden van de bedrijfsvoering van ondernemingen. Voor de financieringsfunctie daarentegen, kan transparantie naar de kapitaalmarkt slechts gerealiseerd worden als kennis aanwezig is over de strategie en de interne organisatie.

De druk op samenwerking tussen financiering en beheersing wordt nergens zo goed zichtbaar als bij VBM. VBM is een systeem dat beide integreert. VBM vormt hiermee een systeem dat de drie basisfuncties van financieel management afdekt:

- het aantrekken van financiële middelen;
- het alloceren van financiële middelen;
- het beheersen van financiële middelen.

De drie basisfuncties van financieel management zijn alle gerelateerd aan de financiële kringloop. Deze kringloop is weergegeven in figuur 3.



Figuur 3 De financiële kringloop

Investeerdere zijn voor de onderneming de verschaffers van vermogen. Met behulp van dit vermogen is de onderneming in staat projecten te financieren. Het verschaffen van vermogen is niet gratis: investeerdere hebben een rendementseis. De rendementseis zal over het algemeen afhangen van het risico van de investering. Hoe meer risico, hoe hoger de rendementseis (zie ook hoofdstuk 11). De verschaffer van eigen vermogen zal bijvoorbeeld een hogere rendementseis hanteren dan de verschaffer van vreemd vermogen, omdat hij een groter risico loopt dat hij geen rendement realiseert of zijn investering in waarde ziet verminderen. Een investeerder in een conjunctuurgevoelig aandeel loopt weer meer risico dan een investeerder in een aandeel waarvan de waarde nauwelijks wordt beïnvloed door het economische klimaat.

Investerders baseren hun rendementseis op het rendement dat zij verwachten te realiseren op investeringen met een vergelijkbaar risico. De rendementseis van de investeerder is derhalve een 'opportunity cost'.

Vanuit de financieringstheorie is bekend dat de rendementseis van de investeerder slechts afhangt van het systematisch risico dat gelopen wordt. Deze relatie kan tevens worden omgekeerd: als het systematisch risico van de investering bekend is, is tevens duidelijk welke rendementseis gehanteerd dient te worden.

Voor de praktijk heeft bovenstaande constatering twee consequenties:

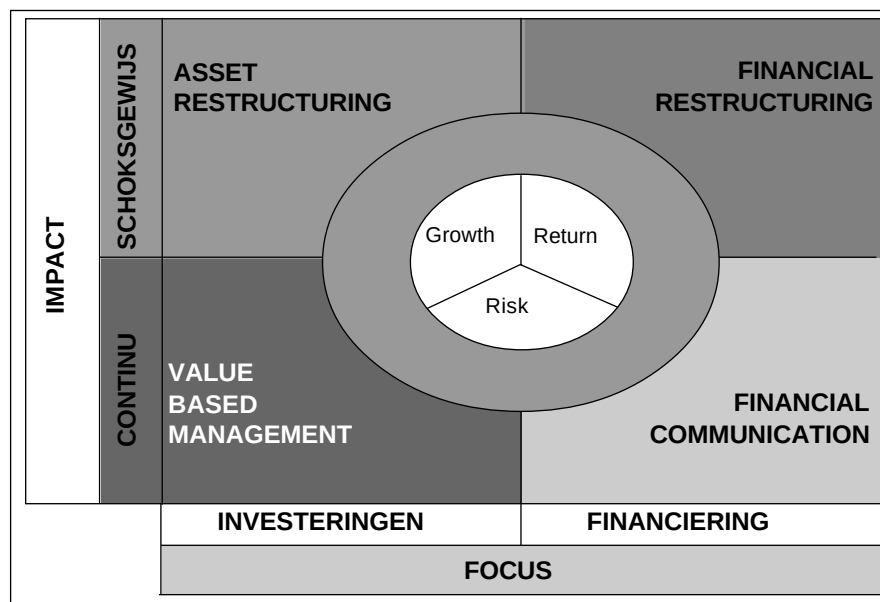
- De investeerder krijgt bij een efficiënte kapitaalmarkt nooit meer rendement dan hem toekomt op basis van het gelopen systematisch risico.
- De onderneming kent haar vermogenskosten als zij haar risicoprofiel kent. De rendementseis van de kapitaalverschaffer is per definitie de weergave van de kosten waartegen de onderneming zich kan financieren. De rendementseis wordt vaak aangeduid met het begrip Weighted Average Cost of Capital (WACC). Het hanteren van de WACC als rendementseis impliceert dat het risicoprofiel van de onderneming een gewogen gemiddelde is van de risico's die, voor de investeerder, verbonden zijn aan de vermogenscomponenten eigen en vreemd vermogen.

Het door de kapitaalverschaffers ter beschikking gestelde vermogen wordt door de onderneming geïnvesteerd in allerlei projecten. Het totaal van deze projecten wordt aangeduid met het begrip geïnvesteerd vermogen. Voorbeelden van geïnvesteerd vermogen zijn machines, debiteuren, voorraden, liquide middelen en participaties in andere ondernemingen.

Indien het management van de onderneming goede beslissingen neemt, is zij in staat met het geïnvesteerde vermogen geld te verdienen. Deze verdiensten zullen op de lange termijn op een zodanig niveau dienen te liggen dat de onderneming in staat is het vermogen aan de kapitaalverschaffer terug te geven, inclusief het door hen geëiste rendement. Rendement wordt gerealiseerd in de vorm van bijvoorbeeld rente, dividend en een stijging van de aandelenkoers.

3.3 Value Based Management en financiële strategie

VBM is één van de vier onderdelen van de financiële strategie. De onderdelen van de financiële strategie zijn weergegeven in figuur 4.



Figuur 4 De vier onderdelen van de financiële strategie

De vier onderdelen van de financiële strategie zijn gedefinieerd op basis van twee assen:

- het aandachtsgebied: investering of financiering;
- de impact: continu of schoksgewijs.

Asset restructuring richt zich op majeure (des)investeringen. Voorbeelden hiervan zijn fusies, overnames, sell-off's, spin-off's en outsourcing. Financial restructuring heeft betrekking op een herschikking van de vermogensstructuur van de onderneming. Voorbeelden hiervan zijn emissies, LBO's, LBU's en superdividenden. Financial communication is een gestructureerde vorm van investor relations. De onderneming communiceert naar de verschaffers van eigen en vreemd vermogen met als doel het vertrouwen in en de transparantie van de onderneming te vergroten.

VBM is het sluitstuk van de financiële strategie en richt zich op de besturing van de onderneming door waardecreatie centraal te stellen.

De financiële strategie heeft de meeste kracht indien zij consistent is uitgewerkt naar de vier onderliggende onderdelen. VBM is in dit boek uitgewerkt. Over de andere drie onderdelen kan in het kader van waardecreatie worden opgemerkt dat asset restructuring en financial restructuring zich van oudsher reeds expliciet richten op waardecreatie. Ten aanzien van financial communication is recent een trend waar te nemen dat deze meer gericht wordt op het waardebegrip. Deze gaat gepaard met een professionalisering van de investor relations van ondernemingen.

Het waardebegrip en waardecreatie

.....

4.1 Waarde en waarderingsmethoden

.....

Bij VBM staat de waarde van de onderneming centraal. In de loop van de vorige eeuw is een groot aantal methoden ontwikkeld om de waarde van een onderneming of een bedrijfsonderdeel te bepalen. De meest bekende zijn de methoden van intrinsieke waarde, rentabiliteitswaarde en discounted cashflow. Deze methoden worden in figuur 5 vergeleken op de aspecten berekening, toepassingsmogelijkheden, voordelen en nadelen.

	Intrinsieke waarde	Rentabiliteitswaarde	Discounted cashflow waarde
Berekening	(Gecorrigeerde) boekhoudkundige activa -/- passiva	Genormaliseerde winst/rendementseis eigen vermogen	Netto contante waarde toekomstige cashflows
Toepassing	• Onroerend goed • Kasgeld BV • Bepaling leencapaciteit	• Stabiele handelsmaatschappijen • Zakelijke dienstverlening	• Groeiende ondernemingen • Kapitaalintensieve ondernemingen
Voordelen	• Snel van de boekhoudkundige balans af te leiden	• Ogenscheinlijk eenvoudig	• Gebaseerd op kasstromen • Toekomstgericht • Scheiding ondernemings- en financieringsrisico
Nadelen	• Onvolledig • Gericht op verleden en heden	• Houdt onvoldoende rekening met: - Financieringsaspecten - Investerings - Toekomstige ontwikkelingen	• Complexiteit

Figuur 5 Waarderingsmethoden vergeleken

Recent maakt een relatief nieuwe waarderingsmethode een sterke opmars: de waardering met behulp van de (reële) optietheorie. Waar deze theorie in het verleden slechts gebruikt werd bij financiële derivaten, wordt zij tegenwoordig steeds vaker gebruikt voor de waardering van ondernemingen. Zo zijn ICT-bedrijven vaak beter te waarderen via een reële optiebenadering dan via de discounted cashflow methode.

In de praktijk worden ook vaak de Comparable Trading Analysis (CTA) en Precedent Transaction Analysis (PTA) gebruikt. Met name in de wereld van fusies en overnames zijn de CTA en de PTA zeer populair vanwege de relatieve eenvoud.

De CTA leidt de waarde van een onderneming af van de waarde van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen. Bekende vergelijkingen in de CTA zijn de price-earnings ratio (P/E ratio), de Price-Sales ratio (P/S ratio) en de Enterprise Value-Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation ratio (EV/EBITDA ratio).

De PTA leidt de waarde van een onderneming af van de prijs die voor vergelijkbare ondernemingen is betaald in geval van een overname. Ook hier zijn de P/E ratio, de P/S ratio en de EV/EBITDA ratio de meest gehanteerde verhoudingsgetallen ('multiples').

CTA en PTA zijn geen echte waarderingsmethoden in de zin dat een inhoudelijke analyse van de huidige en toekomstige situatie van de onderneming noodzakelijk is. Als zodanig dienen de CTA en de PTA dan ook slechts als toets op een inhoudelijke waardering te worden gebruikt.

Vanwege het ontbreken van een inhoudelijke component worden CTA en PTA niet gebruikt in een VBM-systeem. De voorkeur gaat bij VBM uit naar de Discounted CashFlow (DCF)-methode, vanwege de in figuur 5 genoemde voordelen.

4.2 De voorkeur voor de discounted cashflow-methode

Het gebruik van de DCF-methode in een VBM-systeem is gebaseerd op twee argumenten:

- de DCF-methode is theoretisch gezien superieur;
- bij onderzoeken naar de relatie tussen financiële indicatoren en de koersen van aandelen is de uitkomst van de DCF-berekening de enige indicator die consequent een hoge correlatie met aandelenkoersen geeft.

Beide argumenten leiden tot de volgende aannames:

- 1 kapitaalmarkten waarderen ondernemingen op basis van de verwachte kasstromen en het risicoprofiel van de onderneming;
- 2 window dressing heeft geen positieve invloed op aandelenkoersen;
- 3 accounting resultaten (zoals nettowinst) correleren niet tot nauwelijks met aandelenkoersen.

Theoretisch zijn deze aannames weinig schokkend. De wetenschap heeft veelvuldig aangetoond dat accounting resultaten geen goed beeld kunnen geven van de waarde van de onderneming. De volgende redenen zijn hiervoor aangevoerd:

- Accounting resultaten negeren de kosten van het eigen vermogen. De resultaten worden hierdoor te positief weergegeven.
- De boekhoudkundige balans van een onderneming geeft geen goed beeld van het bedrijfseconomisch geïnvesteerd vermogen. Meestal is het bedrijfseconomisch geïnvesteerd vermogen aanzienlijk groter. De resultaten worden hierdoor te positief weergegeven.
- Accounting resultaten leggen geen relatie met het risicoprofiel van de onderneming. De essentiële relatie tussen rendement en risico is daarmee verloren gegaan. Hierdoor is het onmogelijk te bepalen of een gerealiseerd rendement marktconform is.

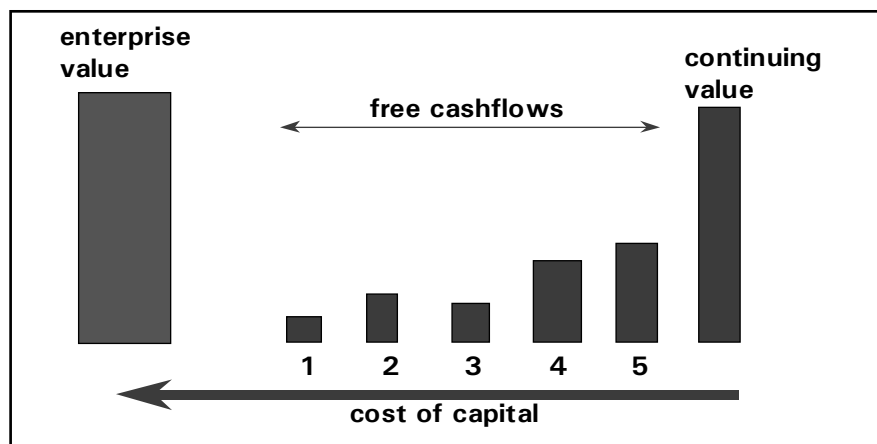
- Accounting resultaten zijn eenvoudig te manipuleren door het veranderen of anders toepassen van de accounting principles. Bekende voorbeelden zijn de verwerking van goodwill, de behandeling van off-balance verplichtingen en het treffen van voorzieningen.

De DCF-methode is vanwege zijn aansluiting bij de wijze waarop kapitaalmarkten ondernemingen waarderen een centraal instrument in VBM. Een bijkomend voordeel van de DCF-methode is dat zij uitstekend te gebruiken is bij inhoudelijke analyses zoals strategische planning, portfoliomanagement en benchmarking.

4.3 Het principe van de DCF-methode

De waarde van een onderneming volgens de DCF-methode is de contante waarde van alle toekomstige vrije kasstromen van deze onderneming. De vrije kasstroom is het saldo van operationele kasstromen en investeringen. De waarde wordt ten principale door twee factoren bepaald: de toekomstige vrije kasstromen en het disconteringspercentage. Als disconteringspercentage wordt meestal de WACC gebruikt.

In figuur 6 is het principe van de DCF-methode grafisch weergegeven.

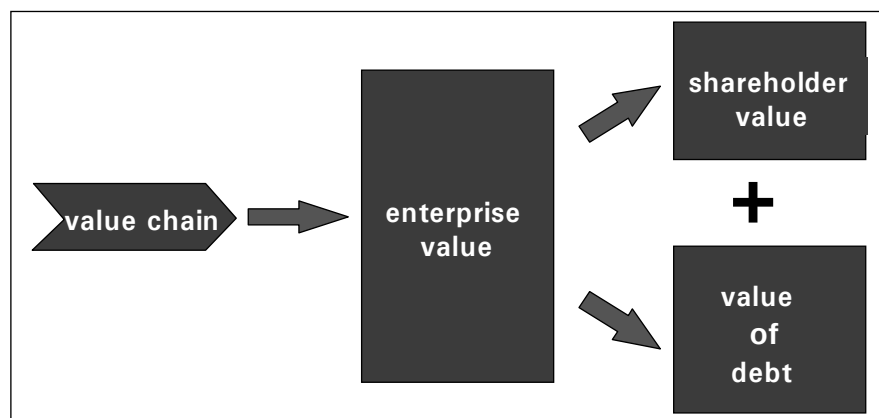


Figuur 6 Het principe van de DCF-methode

Theoretisch dienen de vrije kasstromen van alle toekomstige jaren te worden berekend. Praktisch wordt meestal gebruik gemaakt van een zogenaamde restwaarde. Voor de jaren na de planningshorizon (die meestal drie tot tien jaar bedraagt) worden alle vrije kasstromen berekend via een wiskundige reeks. In het kader van dit boek voert het te ver om uitgebreid aandacht te geven aan de berekening van deze restwaarde.

De waarde van de onderneming is per definitie gelijk aan de som van de marktwaarde van het eigen vermogen en de marktwaarde van het vreemd vermogen (zie

figuur 7). Deze wiskundige gelijkheid zorgt ervoor dat via een vergroting van de ondernemingswaarde ook de aandeelhouderswaarde wordt vergroot (bij een gelijkblijvend vreemd vermogen).



Figuur 7 De relatie tussen ondernemingswaarde en aandeelhouderswaarde

In de volgende paragraaf wordt stilgestaan bij de berekening van de vrije kasstromen. De berekening van de WACC komt in hoofdstuk 11 aan bod.

4.4 De berekening van de kasstromen

Voor de waardebepaling met behulp van de DCF-methode zijn twee vraagstukken van belang:

- 1 de techniek van de berekening van de toekomstige vrije kasstromen;
- 2 de inschatting van de timing, de omvang en het risico van de toekomstige vrije kasstromen.

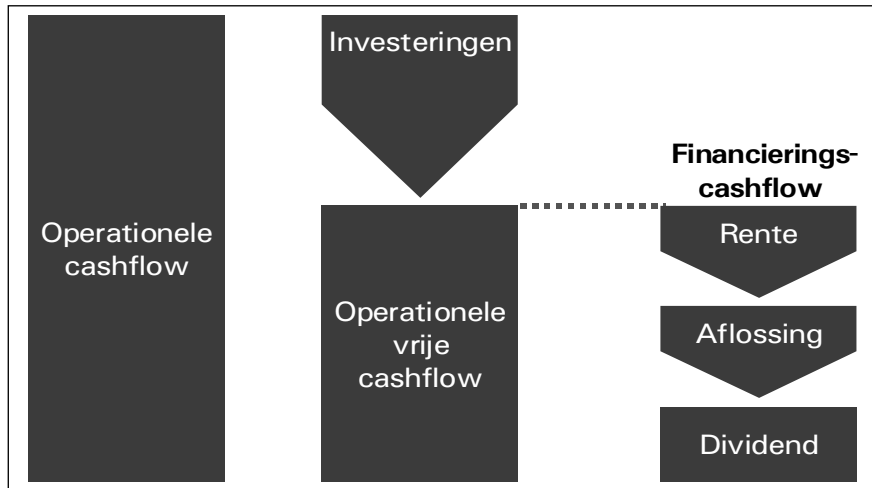
Het eerste vraagstuk staat centraal in deze paragraaf, het tweede in de hoofdstukken 12, 13 en 14.

De berekening van de vrije kasstroom is in de praktijk niet altijd eenvoudig. Met name daar nogal eens 'door de accounting cijfers heen moet worden gekeken'. Het zijn immers niet de accounting cijfers die van belang zijn bij de waardeberekening, maar de feitelijke kasuitgaven en -ontvangsten van de onderneming. Complicerende factor hierbij is dat de vrije kasstroom veelal niet direct uit de boekhouding is af te leiden, daar zij niet wordt gebruikt in de jaarrekening.

De berekening van de vrije kasstroom gaat uit van de volgende principes:

- 1 een strikte scheiding tussen operationele kasstromen, investeringen en financieelkasstromen;
- 2 operationele cashflow -/- investeringen = vrije cashflow;

- 3 vrije cashflow = financieringscashflow;
- 4 een positieve vrije cashflow staat ter beschikking van de kapitaalverschaffers.
Deze principes worden grafisch weergegeven in figuur 8.



Figuur 8 De principes bij de berekening van de vrije kasstroom

In figuur 9 is een voorbeeldberekening van de vrije kasstroom en de financieringskasstroom opgenomen.

Startpunt is het bedrijfsresultaat van de onderneming, vaak aangeduid met EBIT (Earnings Before Interest and Taxes).

Bedrijfsresultaat (EBIT)	1000	
Kasbelasting over bedrijfsresultaat	(300)	
Operationele winst na belasting (NOPLAT)		700
Toename voorzieningen	100	
Afschrijvingen	65	
Bruto operationele kasstroom		865
Investerings netto werkkapitaal	120	
Investerings materiële vaste activa	75	
Investerings immateriële vaste activa	0	
Investerings financiële vaste activa	35	
Bruto investeringen		230
Vrije kasstroom		635
Afname (toename) kortlopende rentedragende schuld	250	
Afname (toename) langlopende rentedragende schuld	100	
Financieringskosten na belasting	65	
Uit te keren dividend	100	
Mutatie aandelenkapitaal	120	
Financieringskasstroom		635

Figuur 9 Voorbeeldberekening vrije kasstroom

Het bedrijfsresultaat wordt verminderd met de kasbelastingen over dit resultaat. De kasbelastingen zijn niet gelijk aan de belastingen uit de resultatenrekening. Deze laatste wordt namelijk ook bepaald door de financiering en door de mutatie in de latente belastingen. Bij de berekening van de kasbelasting wordt uitgegaan van de belastingen die daadwerkelijk hebben geleid tot een kasuitgave en slechts voor zover zij het operationele resultaat exclusief financieringseffect betreffen. In het onderstaande schema is de berekening van de kasbelastingen weergegeven.

Belastingkosten volgens resultatenrekening	XXX
Belastingenschild op interestkosten	+
Belastingen over interestopbrengsten	-/-
Belasting over niet-operationeel resultaat	-/-
Belastingen operationeel resultaat	XXX
Toename latente belastingen	-/-
Kasbelastingen	XXX

Het saldo van EBIT en kasbelastingen wordt aangeduid met het begrip NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes). In de NOPLAT zitten twee componenten die wel een kostenpost, maar geen uitgaven betreffen: de dotaties aan voorzieningen en de afschrijvingen op vaste activa. Door deze twee te elimineren ontstaat de bruto operationele kasstroom.

De bruto operationele kasstroom moet verminderd worden met alle investeringen om te komen tot de vrije kasstroom. Investeringen hebben betrekking op materiële vaste activa (machines, gebouwen, etc.), op immateriële vaste activa (met name goodwill), financiële vaste activa (participaties in en leningen aan andere ondernemingen) en werkkapitaal (met name onderhanden werk, voorraden, debiteuren en crediteuren).

De bruto operationele kasstroom geeft aan hoeveel kasgeld de onderneming in een periode zal genereren, de investeringen hoeveel additionele kasmiddelen de onderneming zal verbruiken. Het saldo, de vrije kasstroom, geeft aan hoeveel cash de onderneming in een periode over heeft of tekort komt. Indien de onderneming cash over heeft, zal zij per definitie geld uitkeren aan de vermogensverschaffers. Heeft zij een tekort dan moet zij per definitie geld ontvangen van vermogensverschaffers.

De vrije kasstroom is dan ook gelijk aan de financieringskastroom. De financieringskastroom betreft alle relaties met vermogensverschaffers. Voorbeelden zijn betalingen van dividend en rente, maar ook aflossingen, emissies van aandelen en inkoop van aandelen.

De bovenbeschreven berekening van de vrije kasstroom kan worden toegepast voor alle toekomstige jaren. De vrije kasstroom wordt vervolgens contant gemaakt met behulp van de WACC.

In de praktijk wordt een planningshorizon van drie tot tien jaren aangehouden. De kasstromen na deze planningshorizon worden berekend met behulp van de eerdergenoemde restwaarde.

De optelsom van de contant gemaakte jaarlijkse vrije kasstromen plus de contant

gemaakte restwaarde geeft de ondernemingswaarde. De aandeelhouderswaarde wordt vervolgens gevonden door van de ondernemingswaarde de marktwaarde van het netto rentedragend vreemd vermogen af te trekken.

In figuur 10 is een voorbeeld van een waardeberekening volgens de DCF-methode opgenomen.

	2000	2001	2002	2003	2004	Restwaarde
Vrije kasstroom	635	720	755	810	815	6.150
Discount factor (WACC = 10 %)	1,10	1,21	1,33	1,46	1,61	1,61
Contante waarde vrije kasstromen	577	595	567	553	506	3.819
Ondernemingswaarde	6.618					
Waarde vreemd vermogen	2.220					
Aandeelhouderswaarde	4.398					
Aantal aandelen	1.250					
Waarde/aandeel	3,52					

Figuur 10 Voorbeeldberekening waarde onderneming

4.5 De definitie van waardecreatie

In de voorgaande paragrafen is het begrip waarde nader gedefinieerd en uitgewerkt.

Waardecreatie is de mate waarin de onderneming haar waarde weet te verhogen. Het verhogen van de waarde is het gevolg van een vergroting van het kasgenererend vermogen: de onderneming is in staat de contante waarde van de toekomstige vrije kasstromen te verhogen. Waardecreatie kan bijvoorbeeld berekend worden door op twee verschillende momenten een DCF-berekening te maken. Het verschil tussen de twee uitkomsten geeft de omvang van de waardecreatie weer. Ook het ontwikkelen van een alternatieve strategie kan leiden tot waardecreatie. Dit is het geval als deze alternatieve strategie leidt tot grotere toekomstige vrije kasstromen of een lagere WACC. Dit is de reden dat aandelenkoersen reageren op de aankondiging door het bestuur van een nieuwe strategie voor de onderneming voordat deze strategie volledig tot uitvoer is gebracht.

Waardecreatie is het resultaat van een vergroot kasgenererend vermogen. De vergroting van het kasgenererend vermogen kan, indien de WACC constant wordt gehouden, via drie factoren plaatsvinden:

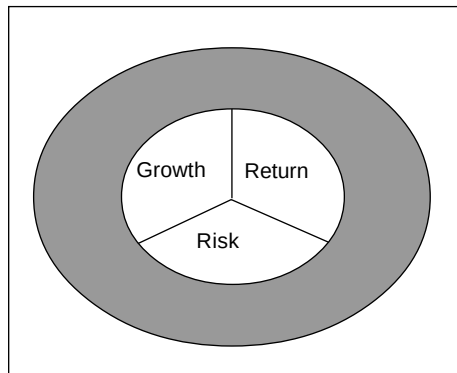
- 1 door een vergroting van de absolute omvang van de toekomstige vrije kasstromen;
- 2 door het in de tijd naar voren halen van de toekomstige vrije kasstromen;
- 3 door een vergroting van de kans dat de toekomstige vrije kasstromen daadwerkelijk worden gerealiseerd.

De eerste en de tweede factor vragen om een goed systeem van strategische planning. De derde om een goed systeem van management control.

In een VBM-systeem zijn beide onderdelen van de besturing geïntegreerd.

Bij de analyse van mogelijkheden tot waardecreatie hebben managers te maken met trade-offs. Iedere alternatieve strategie heeft voor- en nadelen. Deze trade-offs kunnen in een VBM-systeem te allen tijde worden uitgedrukt in drie gerelateerde grootheden: rendement, risico en groei. Deze drie tezamen zijn de stuwende factoren van waardecreatie.

Via een analyse van de invloed van een alternatieve strategie op zowel rendement, risico als groei ontstaat een compleet beeld van de mogelijkheid tot waardecreatie (zie ook hoofdstuk 6 en 12).



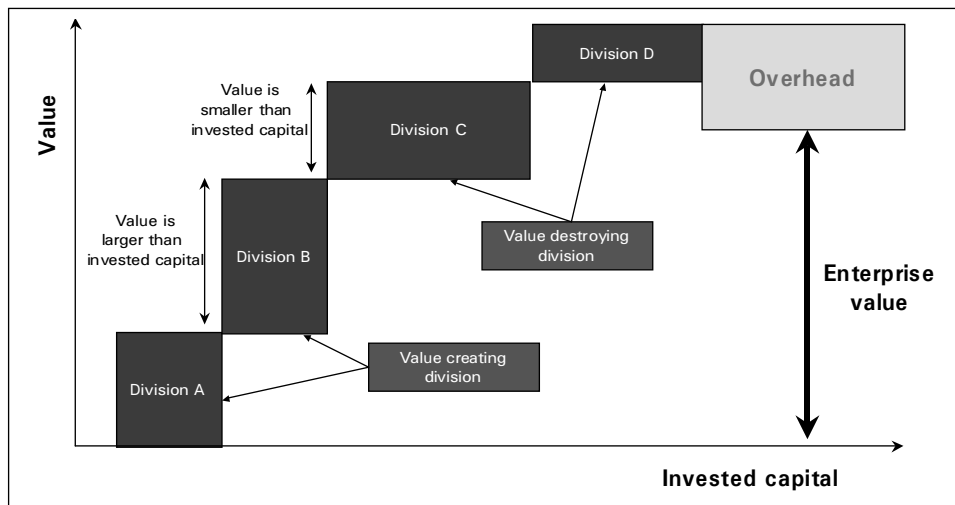
Figuur 11 De waardestuwende factoren bij een waardeanalyse: rendement, risico en groei

4.6 Onderneming versus bedrijfs onderdeel

In dit hoofdstuk is tot nu toe gesproken over de analyse en beïnvloeding van de waarde van de gehele onderneming.

Eén van de krachtigste voordelen van het waardebegrip is de additiviteit van waarde. Anders uitgedrukt: de waarde van een onderneming is gelijk aan de waarde van de onderliggende bedrijfsonderdelen. De waarde van een bedrijfs onderdeel is de contante waarde van alle toekomstige vrije kasstromen van dit bedrijfs onderdeel. Vanuit de perceptie van de gehele onderneming (de moeder), vormen de bedrijfs onderdelen verschillende investeringsprojecten die tezamen de investeringsportfolio vormen.

De additiviteit van het waardebegrip maakt het mogelijk de portfolio van bedrijven op basis van waardecreatie te analyseren. In figuur 12 is een voorbeeld van een dergelijke analyse opgenomen.



Figuur 12 Een analyse van de portfolio op waardecreatie (value map)

Met behulp van een zogenaamde ‘value map’ wordt ieder bedrijfsonderdeel ingedeeld op twee variabelen: de absolute waarde van het bedrijfsonderdeel en de omvang van het geïnvesteerde vermogen in dit bedrijfsonderdeel.

De optelsom van de waarden van de bedrijfsonderdelen (minus de overhead) geeft de ondernemingswaarde. Evenzo is de optelsom van de verschillende geïnvesteerde vermogens het totaal door de onderneming geïnvesteerde vermogen.

Door beide assen te combineren ontstaat aanvullend inzicht: de mate van waardecreatie per bedrijfsonderdeel. Bedrijfsonderdelen met een waarde die groter is dan het geïnvesteerde vermogen hebben waarde gecreëerd. Het spiegelbeeld van deze redenatie is dat ondernemingen met een waarde die kleiner is dan het geïnvesteerde vermogen waarde vernietigen.

Met andere woorden: een positieve waarde leidt niet automatisch tot waardecreatie. Voor waardecreatie is meer nodig: de contante waarde van de toekomstige vrije kasstromen moet groter zijn dan de absolute omvang van het vermogen dat initieel in de onderneming is geïnvesteerd. Hiermee zijn we weer terug bij de financiële kringloop uit paragraaf 3.2: een onderneming krijgt middelen ter beschikking van vermogensverschaffers met als doel hier geld mee te verdienen teneinde voor de vermogensverschaffer een adequaat rendement te realiseren.

Met behulp van een portfolioanalyse is de onderneming in staat zich op te stellen als vermogensverschaffer naar haar bedrijfsonderdelen. Ieder bedrijfsonderdeel wordt beoordeeld op haar vermogen tot waardecreatie.