Afwaarderen!?

Martin
Hoogendoorn

In haar rapport van oktober 2012 doet de Autoriteit Financiële Markten (AFM) verslag van een themaonderzoek naar bijzondere waardeverminderingen van activa (AFM, 2012). Eén van de belangwekkende conclusies van de AFM is dat beleggers meer waardeverminderingverliezen lijken in te prijzen dan de verliezen die door de rechtspersonen zijn verantwoord. Naar de mening van de AFM ligt de oorzaak 'vanzelfsprekend deels in een verschil in inschatting en aannames, maar komt ook zeker voort uit een tekort aan discipline om strengheid te betrachten'. De AFM zegt niet eenduidig dat rechtspersonen in eerdere financiële verslagen een bijzondere waardevermindering hadden moeten doorvoeren, maar de woorden, zoals een 'tekort aan discipline', roepen wel de sterke suggestie op.

In de financiële pers leidt dit vervolgens tot koppen als 'Bedrijf stelt pijn te lang uit' (*Het Financieele Dagblad*, 29 oktober 2012), en 'Impairment verliezen verbeterd, maar nog steeds te laat!' (Van Beest en Kamphuis, 2012). In een interview in *Het Financieele Dagblad* van 29 oktober 2012 stelt directeur Gerben Everts: 'Bedrijven zijn opvallend huiverig voor afwaarderen'. De krantenkoppen geven de indruk dat het (weer) niet goed zit met de financiële verslaggeving in Nederland. De VEB en Eumedion, als vertegenwoordigers van beleggers, sloten zich direct bij de AFM aan: 'Beleggers vallen AFM bij in kritiek op te optimistische beursfondsen' (*Het Financieele Dagblad*, 30 oktober 2012).

Heeft de AFM gelijk? Kan de AFM op grond van zijn 'desk top research' (onderzoek achter het bureau) dergelijke conclusies trekken? In accountantstermen: is er wel een voldoende deugdelijke grondslag? Ik betwifel dit.

Er is sprake van een bijzondere waardevermindering of *impairment* indien (groepen van) vaste activa worden afgewaardeerd naar een lagere realiseerbare waarde omdat de boekwaarde van de activa niet meer (volledig) kan worden terugverdiend. De lagere realiseerbare waarde is de hoogste van de directe opbrengstwaarde en de bedrijfswaarde. In de praktijk zal dit veelal de bedrijfswaarde zijn. Uitgaande van rationeel-economische overwegingen zal het management immers activa alleen blijven gebruiken (en niet verkopen) indien voortgezet gebruik meer oplevert. Activa die vooral in de belangstelling staan om een mogelijke bijzondere

waardevermindering te ondergaan zijn goodwill, (andere) immateriële activa en vastgoed. Ik zal mij hierna vooral richten op goodwill.

Een belangrijke onderbouwing van de conclusie van de AFM is dat de marktkapitalisatie (beurswaarde) van het eigen vermogen van een rechtspersoon lager is dan de boekwaarde. Daarbij wordt een citaat van de voorzitter van de International Accounting Standards Board (IASB), Hans Hoogervorst, aangehaald: 'Often, share prices reflect the impairment before the company records it on the balance sheet. In other words, the impairment comes too late..'. De AFM stelt daarbij dat de belegger blijkbaar méér waardeverminderingen verwacht, want ze hebben er al rekening mee gehouden in de waardering van de onderneming. De belegger gaat in die gedachte al van een bijzondere waardevermindering uit, ook al is deze nog niet geboekt.

De gedachte van de AFM dat een lagere marktkapitalisatie betekent dat al eerder, zoals bij de tussentijdse cijfers, een waardevermindering had moeten worden doorgevoerd, is intuïtief aantrekkelijk en begrijpelijk, maar zo simpel zitten de regels en de economische werkelijkheid niet in elkaar. Ik noem vijf belangrijke zaken die hierbij relevant zijn.

1. Aandelenprijzen komen tot stand op basis van vraag en aanbod. De marktkapitalisatie van het eigen vermogen op basis van actuele prijzen is een objectieve waardering, maar de werkelijke waarde van een onderneming blijkt pas als de onderneming wordt gekocht door een derde. Vrijwel altijd wordt meer geboden dan de laatste marktprijs, hetgeen aangeeft dat er verborgen goodwill in de onderneming aanwezig is die niet in de actuele beurswaardering tot uiting komt. Deze meerwaarde reflecteert veelal de 'control premium', de extra waarde die wordt toegekend aan het verkrijgen van zeggenschap.
2. In de huidige aandelenprijzen, en daarmee in de marktkapitalisatie van het eigen vermogen van een onderneming, zijn negatieve factoren verdisconteerd die in deze tijden van recessie geen relatie hebben met de fundamentele waarde van een onderneming. Een belangrijke factor is het effect van de huidige geringe liquiditeit op de aandelenprijzen. Bij de waardering van activa tegen bedrijfswaarde wordt uitge-

gaan van toekomstige kasstromen over een lange reeks van jaren, zodat in deze waarde geen of een beperktere liquiditeitsafslag zit begrepen. De marktkapitalisatie wordt voorts beïnvloed door elementen als de 'free float' (de mate waarin aandelen vrij handelbaar zijn) en psychologische factoren (zoals het optimisme en pessimisme van beleggers). International Accounting Standard (IAS) 36.12(d) noemt een lagere marktkapitalisatie dan ook alleen maar als een *indicatie* van een mogelijke bijzondere waardevermindering.

3. Bij de vaststelling of een waardevermindering nodig is, is, zoals eerder vermeld, veelal de bedrijfswaarde en niet de opbrengstwaarde doorslaggevend. De opbrengstwaarde is de marktwaarde (of reële waarde of 'fair value') minus nog te maken kosten. Een bedrijfswaarde is geen marktwaarde. Integendeel, de bedrijfswaarde ligt dus meestal hoger dan de marktwaarde. Een bedrijfswaarde is ondernemingsspecifiek en gaat uit van de veronderstellingen die de ondernemingsleiding hanteert. De veronderstellingen moeten uiteraard worden onderbouwd, de onderbouwing moet gebaseerd zijn op de redelijke verwachtingen van de ondernemer, maar die kunnen afwijken van de verwachtingen van de markt. Misschien ligt in het feit dat een rechtspersoon niet afwaardeert, terwijl de marktkapitalisatie van het eigen vermogen onder de boekwaarde ligt, wel meer informatiewaarde besloten dan wanneer de onderneming in lijn met de beurswaarde zou afwaarderen.
4. Het vaststellen van een bedrijfswaarde, en dus van een eventuele waardevermindering, is inherent subjectief. Dat betekent dat er geen eenduidige punt-schatting is, maar dat een interval bestaat van mogelijke aanvaardbare veronderstellingen. Daarbinnen heeft de ondernemingsleiding een zekere vrijheid, of, met andere woorden, de ene ondernemer kan wat optimistischer naar de toekomst kijken dan de andere, zonder dat gesteld kan worden dat de ene be-

nadering beter is dan de andere. Aanhoudende recessie zal vanzelf leiden tot minder optimisme en kan verklaren waarom waardeverminderingen pas na enige tijd worden verantwoord. IFRS vereist een beste schatting, niet een voorzichtige schatting.

5. Een rechtspersoon die zou willen afwaarderen om daarmee de boekwaarde van het eigen vermogen in lijn te brengen met de marktkapitalisatie, mag dit volgens IFRS niet doen als een dergelijke afwaardering niet voldoende kan worden onderbouwd. Ik herhaal: afwaardering moet plaatsvinden naar de *hoogste* van de bedrijfswaarde en de directe opbrengstwaarde, te veel afwaarderen is net zo onjuist als te weinig afwaarderen. Indien bijvoorbeeld de lagere marktkapitalisatie kan worden verklaard doordat bepaalde kasstroomgenererende eenheden, met beperkte vaste activa en waaraan geen goodwill is toegerekend, minder goed renderen, terwijl de kasstroomgenererende eenheden waaraan de goodwill is toegerekend wel voldoende winstgevend zijn, is afboeking van de goodwill niet toegestaan. Afwaarderen als daar geen reden toe is, bijvoorbeeld uit 'angst' voor negatieve berichtgeving, heeft ook als macro-economisch nadeel dat slechtere signalen over de toekomstige economische ontwikkelingen worden afgegeven dan gerechtvaardigd is.

Zijn de regels van IFRS op dit punt goed? Nee, ik vind van niet. De regel dat niet systematisch op goodwill wordt afgeschreven lokt problemen uit. Niet alleen versterkt dit de cyclische werking van de economie, doordat in goede tijden geen lasten worden genomen en in slechte tijden, als het resultaat toch al onder druk staat, ook nog eens een afwaardering moet worden geboekt, de methode leidt ook tot een te grote mate van subjectiviteit in de jaarrekening. De berekening van de bedrijfswaarde is inherent subjectief, subjectiever dan de meeste berekeningen van marktwaarden. Het niet systematisch afschrijven van goodwill leidt tot een significante verhoging van het aantal bedrijfswaardewaarderingen in de balans en daarmee van subjectiviteit. Immers, indien wel systematisch wordt afgeschreven zal een afwaardering minder snel noodzakelijk zijn omdat door het verloop van de tijd reeds een belangrijk deel van de goodwill is afgeboekt. Ook vanuit theoretisch gezichtspunt is het niet afschrijven op goodwill onjuist: het (ook door IFRS aangehangen) beginsel dat intern ontwikkelde goodwill niet mag worden geactiveerd vereist dat op gekochte goodwill wordt afgeschreven, omdat in de loop van de tijd gekochte goodwill zijn waarde verliest en wordt gesubstitueerd door intern ontwikkelde goodwill. Voorts leidt het niet afschrijven van goodwill tot een vertekening van de 'performance', omdat in de winst-en-verliesrekening wel de gekochte winst wordt verantwoord maar niet de

Met deze column neem ik afscheid van de kernredactie van het MAB. Het is mij een groot genoegen om ruim 17 jaar hiervan lid te zijn geweest, waarvan 12,5 jaar als voorzitter. Het MAB bestaat nu 86 jaar en behoort tot het cultureel-wetenschappelijke erfgoed van Nederland. Ik dank al mijn collega's in de kernredactie en rubrieksredacties voor de enorme bijdrage die in al deze jaren is geleverd om het MAB op inhoudelijk hoog niveau te houden. Met drie personen is de samenwerking zeer intensief en stimulerend geweest, Chris Knoops als hoofdredacteur, Erna de Boer als redactiesecretaris, en Philip Wallage als vice-voorzitter en penningmeester. Ik ben verheugd dat Philip heeft aangegeven voor een beperkt aantal jaren het voorzitterschap te willen overnemen en ik wens hem daarmee veel succes. Het MAB als het enige Nederlandse wetenschappelijke tijdschrift op het gebied van accountancy en bedrijfseconomie verdient nog een lange toekomst.

kostprijs van de gekochte winst. In ander verband heeft de IASB dit ingezien: IFRS SME verplicht tot afschrijving van goodwill, zij het primair uit kosten-batenoverwegingen. Ook de Europese Unie, die geneigd is om IFRS-grondslagen ten minste zoveel mogelijk toe te staan in de eigen Richtlijnen, neemt juist op het punt van de verwerking van goodwill afstand van IFRS. Ook in de huidige onderhanden zijnde nieuwe Accounting Directive wordt de IFRS-methode expliciet afgewezen¹. En terecht. Het wordt tijd dat ook de IASB tot zich op dit punt herbezeit.

Maar nu de herbezinning nog niet heeft plaatsgevonden, worstelt de praktijk in hevige mate met de waardevermindering van goodwill. Bedrijven en accountants zijn zich heel goed bewust van de implicatie die de recessie kan hebben op de waardering van goodwill. Het is prima dat de AFM hier nog eens aandacht voor vraagt, ook op het punt van gebreken in de toelichting. Maar het past een toezichthouder om terughoudend te zijn in berichtgeving of suggesties over gebreken in de jaarrekening zonder dat dit voldoende is onderbouwd. ■

Noten

■ Interessant is dat de European Financial Reporting Advisory Groep (EFRAG) over dit

vraagstuk een questionnaire heeft uitgebracht (EFRAG, 2012).

Literatuur

■ AFM (2012). Bijzondere waardevermindering van activa, oktober. Zie: www.afm.nl/~media/files/fin-verslag/2012/themaonderzoek-bijzondere-waardevermindering-activa.ashx.

■ Beest, Ferdy van, & Frederike Kamphuis (2012), AFM-rapport: Impairment verliezen

verbeterd, maar nog steeds te laat!, *Accountancy nieuws*, 2012(20), (9 november), 22-24.

■ EFRAG (2012), Questionnaire on goodwill impairment and amortisation, 27 juli. Zie: www.efrag.org/Front/p265-1-272/Questionnaire-on-goodwill-impairment-and-amortisation.aspx.

on.aspx.

■ Hoogendoorn, M.N. (2002), Goodwill, afschrijven of niet afschrijven, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 76 (1/2), 18-23.