

Thema: Impairment en waardebepaling

Ruud Vergoossen

In dit nummer staat het thema bijzondere waardevermindering of *impairment* van vaste activa en daaraan gekoppeld de problematiek rondom de waardebepaling centraal. Impairment is een fenomeen dat we in de externe financiële verslaggeving steeds vaker tegenkomen. Dit hangt vooral samen met ontwikkelingen in de regelgeving die evolueert in een systeem waarbij balansposten worden gewaardeerd tegen reële waarde in plaats van tegen historische kostprijs of nominale waarde. In dit systeem is geen plaats voor systematische afschrijvingen, maar wordt periodiek getoetst of de boekwaarden van de vaste activa nog wel ten minste gelijk zijn aan hun realiseerbare waarden. Wanneer de realiseerbare waarde van een vast actief lager blijkt te zijn dan de boekwaarde vindt ten laste van de winst- en verliesrekening afwaardering naar die lagere realiseerbare waarde plaats.

Het themanummer wordt geopend met een artikel van Joost Groeneveld. Waardering tegen reële waarde impliceert dat het waardebegrip uit de financiële economie een rol gaat spelen. De reële waarde kan echter alleen maar worden vastgesteld in perfecte markten. Groeneveld geeft een beschouwing van de waardebegrippen uit de (financiële) economie en de externe financiële verslaggeving. De vraag is of de balans in de externe financiële verslaggeving de economische waarde moet reflecteren. De prijs die hiervoor moet worden betaald, is een jaarrekening waarin het realisatiebeginsel is losgelaten. Groeneveld beantwoordt de vraag ontkennend.

In het tweede artikel van dit themanummer gaat Ruud Vergoossen in op de regelgeving met betrekking tot bijzondere waardevermindering van vaste activa. De richtlijn van de Raad voor de Jaarverslaggeving die daarover gaat, wordt daarbij als uitgangspunt genomen. Deze richtlijn was tot voor kort vrijwel identiek aan de regelgeving van de International Accounting Standards Board (IASB). Vergoossen gaat kort in op aanpassingen die recentelijk in de IASB-regelgeving zijn doorgevoerd en behandelt enkele belangrijke verschillen met de corresponderende regelgeving in de Verenigde Staten. Ondanks de gedetailleerde regelgeving blijft het bepalen van het moment waarop een bijzondere waardevermindering moet worden verantwoord en het vaststellen van

de hoogte van een bijzondere waardevermindering een subjectieve aangelegenheid.

Het derde artikel is van de hand van Wim Holterman. Hij behandelt de waardebepaling in het kader van de goodwill impairment-test en gaat daarbij in op de belangrijkste waarderingsaspecten. De waarderingsvoorschriften met betrekking tot de goodwill impairment-test worden geëvalueerd in het licht van gangbare opvattingen over waardebepaling in de fusie- en overnamepraktijk. Ook wordt de veel gehoorde kritiek op het subjectieve karakter van de goodwill impairment-test aan de orde gesteld. Holterman pleit in dat kader voor de totstandkoming van 'algemeen aanvaarde waarderingsprocedures voor impairment-tests', die zowel de opstellers, de controleurs als de gebruikers van de jaarrekening meer houvast bieden.

André Bindenga behandelt in het vierde artikel welke aspecten voor de controlerend accountant zijn verbonden aan de bijzondere waardevermindering van vaste activa. Daartoe maakt hij een onderscheid tussen de situatie waarbij de ondernemingsleiding van oordeel is dat een impairment noodzakelijk is en de situatie dat de controlerend accountant alleen dit oordeel heeft. Bindenga betoogt dat de controlerend accountant bij meningsverschillen met de ondernemingsleiding met goede argumenten moet komen om een niet-goedkeurende accountantsverklaring bij de jaarrekening te geven, gezien de aan onderhavige problematiek verbonden subjectiviteit.

Het thema Impairment wordt afgesloten met een artikel van Chris Knoops en Jan Huij. Zij behandelen de resultaten van een empirisch onderzoek naar bijzondere waardeverminderingen in de jaarverslagen 2001 en 2002. Waardeverminderingsverliezen en eventuele terugnemingen hiervan zijn gebaseerd op schattingen en hebben een grote invloed op het getoonde resultaat. Inzicht in deze post is met name voor (potentiële) aandeelhouders en kredietverschaffers essentieel. Uit het onderzoek blijkt dat de gegevensverstrekking in de jaarverslaggeving vaak tekortschiet. Knoops en Huij uiten het vermoeden dat gezien de omvang van de bijzondere waardeverminderingen in relatie tot het gepresenteerde nettoresultaat een aantal ondernemingen 'schoon schip' maakt. ■

Waarde in economie en accounting

Joost Groeneveld

SAMENVATTING In de financiële verslaggeving zien we een ontwikkeling in de richting van 'fair value accounting'. Dit impliceert dat het waardebegrip uit financiële economie een rol gaat spelen in de financiële verslaggeving. Fair value kan echter alleen maar worden vastgesteld in perfecte markten. In dit artikel worden de waardebegrippen uit de economie, de financiële economie en de financiële verslaggeving aan een beschouwing onderworpen. De centrale vraag, die zal worden beantwoord vanuit een breder historisch kader, is of de balans in 'financial accounting' informatie moet verschaffen omtrent de economische waarde. De prijs die hiervoor moet worden betaald is een jaarrekening waarvoor het realisatiebeginsel wordt losgelaten. Deze prijs is te hoog. Bovendien is integratie van economische waarde in 'financial accounting' niet nodig. Indien behoefte bestaat aan inzicht in de economische waarde van de onderneming, kan naast een traditionele balans een economische balans worden gepresenteerd.

1 Inleiding

Economie en accounting zijn twee disciplines die gewoonlijk tot het terrein van de economische wetenschappen worden gerekend. Economie heeft betrekking op welvaart en op de besluitvorming die op welvaart is gericht. Accounting lijkt te moeten voorzien in de informatie die voor economische besluitvorming noodzakelijk of – ten minste – gewenst is. De nauwe verwevenheid tussen beide disciplines wordt op deze manier op eenvoudige wijze zichtbaar.

Drs. J.G. Groeneveld RA RV is directeur van Wingman Business Valuators BV, Dordrecht/Leidschendam en universitair hoofd-docent bij de capaciteitsgroep Accounting & Finance, Faculteit Economische Wetenschappen, Erasmus Universiteit Rotterdam.

Toch is die eenvoud in belangrijke mate slechts schijn. Het waardebegrip vormt hiervan een illustratie.

De waarderingsgrondslagen die gewoonlijk – met name in financial accounting – tot een voorstelling van waarde leiden, doen deze voorstelling afwijken van het waardebegrip in economie. Toch wordt in beide disciplines over waarde gesproken. Een voorstelling van waarde wordt met waarde aangeduid. Dat kan tot misverstand leiden. Reden om waarde in economie en waarde in accounting hier naast elkaar te stellen.

In paragraaf 2 wordt ingegaan op het waardebegrip in economie en op het beperktere waardebegrip in financiële economie; in paragraaf 3 komt het waardebegrip in financial accounting aan de orde. Paragraaf 4 stelt het financieel economische waardebegrip tegenover het waardebegrip in de financiële verslaggeving. In paragraaf 5 worden enkele recente ontwikkelingen geschetst die hebben geleid, en in toenemende mate zullen leiden, tot een 'gemengd model' in de financiële verslaggeving. Het artikel wordt afgesloten met een samenvatting en conclusie.

2 Waarde in economie

2.1 Inleiding

Achtereenvolgens behandel ik het waardebegrip in economie, en het engere waardebegrip in financiële economie. In paragraaf 3 wordt dit laatste waardebegrip geconfronteerd met het waardebegrip in accounting.

2.2 Het waardebegrip in economie

Adam Smith (1880, p. 29) toont aan dat waarde een tweezijdig begrip is, enerzijds is er de gebruikswaarde ('value in use'), anderzijds de ruilwaarde ('value in exchange'). Gebruik en ruil worden tegenover elkaar gesteld: 'The word *value*, it is to be observed, has two different meanings, and sometimes expresses the uti-

lity of some particular object, and sometimes the power of purchasing other goods which the possession of that object conveys. The one may be called 'value in use'; the other 'value in exchange'. The things which have the greatest value in use have frequently little or no value in exchange; and on the contrary, those which have the greatest value in exchange have frequently little or no value in use. Nothing is more useful than water: but it will purchase scarce anything. Scarce anything can be had in exchange for it. A diamond, on the contrary, has scarce value in use; but a very great quantity of other goods may frequently be had in exchange for it'.

Smith meende dat de waarde van een goed niet uit de gebruikswaarde kon worden verklaard. Carl Menger (1871) toonde echter aan dat het hier niet gaat om de objectieve gebruikswaarde (van een soort goed), maar om de subjectieve gebruikswaarde, de betekenis van een goed voor een persoon. Deze subjectieve gebruikswaarde kan, in tegenstelling tot de visie van Smith, wel degelijk een verklaring bieden voor de ruilwaarde. De subjectieve gebruikswaarde is afhankelijk van de persoon en van de hoeveelheid van het goed (en van andere goederen) die deze persoon heeft. De subjectieve gebruikswaarde voor een extra liter water is laag als water in overvloed aanwezig is; de subjectieve gebruikswaarde van diamanten is hoog als een persoon van mening is dat hij er veel te weinig van heeft. Met andere woorden: naarmate een persoon beschikt over meer eenheden van een goed neemt het marginale nut (ook wel grensnut genoemd) af. Volgens Eugen von Böhm Bawerk (1909) wordt de betekenis van een goed voor de welvaart van een persoon gemeten door deze persoon te vragen naar het verlies dat hij lijdt als hij dit goed moet ontberen. Dat verlies kan nooit groter zijn dan het marginale nut. Limperg definieert waarde als 'de kwantitatieve voorstelling van de betekenis van een goed voor de welvaart. (...) Onder welvaart verstaat Limperg economisch het evenwicht tussen behoeften en behoeftenbevredigingsmiddelen' (Limperg/Groeneveld, 1979, p. 17). Limperg gaat in zijn vervangingswaarde-theorie met het zo genoemde gecoördineerd waardebegrip uit van tweezijdigheid: opbrengstwaarde en vervangingswaarde; gegadigde en bezitter; producent en consument. 'Het uitgangspunt van deze theorie is, dat ieder individu – consument en producent – twee waardeoordelen heeft al naar gelang het gezichtspunt, van waaruit een goed ten opzichte van de afhankelijkheid van zijn welvaart wordt beschouwd' (Van der Schroeff, 1947, p. 4). Vanuit de onderneming bezien zijn er twee benaderingen van waarde: enerzijds de

opbrengstwaarde van de producten en productiemiddelen; anderzijds de waarde die de onderneming in het kader van haar inkomensvorming zou derven indien zij het product of productiemiddel niet meer zou bezitten.

Met betrekking tot waarden schrijft Bouma (1982, p. 282): 'Onder het waarden van goederen en rechten verstaat men in het algemeen: het vaststellen van de betekenis van het kunnen beschikken over die goederen en rechten voor de verwezenlijking van een bepaald doel. De waarde wordt veelal uitgedrukt in het aantal geldeenheden'. Hierbij maakt hij onderscheid tussen het directe nut van een bepaald middel uit hoofde van de realisatie van een doel (ook wel de intrinsieke waarde genoemd), en het indirecte nut, dat ontstaat doordat elk doel als middel voor het bereiken van een hoger doel wordt opgevat, waarvoor Bouma van extrinsieke waarde spreekt (Bouma, 1982, p. 58). Hiermee sluit Bouma aan op Limperg.

2.3 Het waardebegrip in financiële economie

Het waardebegrip in financiële economie is beperkter. Duffhues (2002, p. 740) definieert waarde als '... de kwantitatieve betekenis van het goed ... voor de welvaart van een koper, verkoper of derden-geïnteresseerden'. Elders brengt Duffhues 'waarde in economische zin' rechtstreeks in verband met de contante waarde van vrije kasstromen waarbij deze contante waarde wordt bestempeld als de marktwaarde (Duffhues, 2002, p. 22). Het verschil tussen bijvoorbeeld Limperg en Duffhues is duidelijk. Limperg geeft een economische definitie van waarde; Duffhues – hoewel hij schrijft over 'waarde in economische zin' – beperkt zich tot financiële economie. In een financieel-economische benadering wordt waarde alleen toegekend aan geld en geldstromen; waarde komt tot uitdrukking in de contante waarde van verwachte geldstromen en/of het risico daaromtrent.

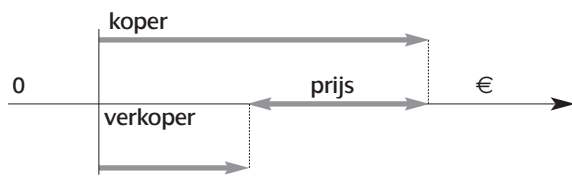
Zoals juist opgemerkt, schrijft Duffhues over 'waarde in economische zin'. De expliciete beperking tot financiële economie laat hij achterwege. Een verklaring hiervoor kan zijn dat bij Duffhues economie wordt gesteld tegenover accounting. Het waardebegrip in economie heeft dan betrekking op *verwachte geldstromen*. Het waardebegrip in accounting heeft zo betrekking op *gerealiseerde geldstromen*. Met deze verklaring wordt economie van accounting gescheiden door niet/wel toepassing van enigerlei vorm van het *realisatiebeginsel*.

Waarde in financieel-economische zin heeft als ingrediënten tijd, geld en risico. Waarde geeft op het waar-

deringsmoment de betekenis weer van alle verwachte geldstromen. De waarde hiervan wordt vastgesteld aan de hand van de rendementseis van de belanghebbende partij. In het algemeen wordt hierbij uitgegaan van de tijdvoorkeur van de belanghebbende partij. De hoogte van de rendementseis wordt voorts bepaald door het door de belanghebbende partij gepercipieerde risico dat rond de verwachte geldstromen bestaat. Afhankelijk van het geldende fiscale regime kan voorts met belastingbesparingen rekening worden gehouden. Duffhues geeft aan dat de contante waarde van vrije kasstromen wordt bestempeld als de marktwaarde. Dat is consistent waar Duffhues waarde in economische zin definieert voor een koper respectievelijk een verkoper. Beiden opereren op de markt waar zij elkaar ontmoeten en waar zij tot een prijs komen. Met marktwaarde wordt verwezen naar deze prijsvorming. In een concurrente markt zal de marktwaarde (vrijwel) samenvallen met de laatst genoteerde prijs. Een prijs mag niet zonder meer worden gelijk gesteld aan waarde.

Partijen – koper en verkoper – nemen genoegen met een bepaalde prijs omdat zij geen beter alternatief kennen dan het accepteren van de prijs bij de geldende tegenprestatie. De geaccepteerde prijs leidt tot minimale opportunity losses. In verhoudingen zonder knelpunten (schaduwprijs = 0) zal – met referentie aan de waarde van het onderliggende object – aanvaarding van de prijs zowel voor de koper als de verkoper een voordeel inhouden. Voor de verkoper is de waarde ten hoogste gelijk aan de prijs. Voor de koper is de waarde ten minste gelijk aan de prijs. De voor verkoper en koper verschillende waarden maken een transactie mogelijk die voor beiden voordeel biedt (figuur 1).

Figuur 1. Waarde-interval voor prijsvorming



In een efficiënte markt zijn partijen steeds volledig geïnformeerd. In een niet-efficiënte markt zijn koper en verkoper slechts ten dele over elkaar en over andere aanbieders en vragers geïnformeerd. Zij baseren hun handelen op het eigen waardeoordeel. Een perfecte markt impliceert dat er een voldoende groot aantal

marktpartijen is, zodat geen der marktpartijen de prijs kan beïnvloeden, en tevens dat het prijsvormingsproces frictieloos verloopt¹. Vanzelfsprekend worden pogingen ondernomen om zo goed mogelijk over de andere partijen te zijn geïnformeerd, afgewogen tegen de informatiekosten.

De combinatie van concurrentie en marktperfectie maakt mogelijk dat recente prijzen een betrouwbare indicator zijn van de geldstromen die partijen via aansluitende transacties mogen verwachten. Noteringen die in deze zin betrouwbaar zijn, kunnen worden gehanteerd voor de waardering. In die gevallen kan worden gesproken van marktwaarde. Vereist zijn goed georganiseerde, toegankelijke markten waarin tal van partijen tot frequente transacties komen. Vereist is bovendien een homogene productkwaliteit zoals daar bijvoorbeeld bij een aantal belangrijke valuta sprake van is. In zulke markten is de identiteit van partijen voor tegenpartijen niet of nauwelijks van belang. Grote effectenbeurzen zijn hiervan een voorbeeld. In theorie geeft de 'Efficiënte Markt Hypothese' hiervan ideaaltypisch een beeld.

Het concept van marktwaarde die is gebaseerd op prijsvorming op inkoopmarkten zou toepasbaar kunnen worden verklaard op vervangingswaarde: het bedrag dat op het moment van waardebepaling van een goed moet worden betaald voor een identiek goed. De complicaties rond de toepassing van vervangingswaarde zijn door jarenlange ervaring en discussie bekend. Tot die complicaties hoort de moeilijkheid van niet-identieke vervanging. In de praktijk is identieke vervanging onder andere door technische ontwikkeling vaak niet mogelijk. De invloed van herwaardering op de economische gebruiksduur van een duurzaam productiemiddel is niet eenduidig vast te stellen. De restwaarde evenmin. De complicatie van de waarde van de latente belasting over de herwaardering blijft hier buiten beschouwing.

De binnen ondernemingen te herwaarderen productiemiddelen hebben vaak betrekking op onroerend goed. Voor grond in de functie van vestigingsplaats geldt dat het een unieke, zelfstandige premiedrager betreft, die niet zonder meer door een andere vestigingsplaats kan worden vervangen. Kortom, de vervangingsmogelijkheid ontbreekt, en daarmee de vervangingswaarde. Ook opstallen hebben vaak unieke kenmerken die vervanging niet eenvoudig maken. Het logische gevolg is dat de waarde van zulke productiemiddelen door specialisten (makelaars/taxateurs van onroerend goed) wordt bepaald. Hun uitkomsten zijn

niet rechtstreeks uit een enkele marktprijs af te leiden. Wellicht spelen vuistregels een rol (euro's per m³). Maar vuistregels hebben per definitie betrekking op gemiddelden. Het individuele onroerend goed zal door haar eigen unieke combinatie van karakteristieken hier juist van afwijken.

In werkelijkheid zullen de vereiste combinaties van concurrentie en marktperfectie zich slechts in beperkte mate voordoen. Concurrentie is niet volkomen. Mededingingsautoriteiten hebben tot taak concurrentie in bescherming te nemen. De markten zijn vaak niet erg efficiënt. Zo wordt in het kader van fusie- en overname gesproken over 'the search' als zijnde het deel van het programma waarbij naar een geschikte tegenpartij wordt gezocht. In een perfecte markt zou een 'search' geen enkele zin hebben. Het begrip 'marktwaaarde' heeft – in het algemeen – dan ook veeleer bestaansrecht als substituuut voor 'fair value' dan als aanduiding voor waarde op basis van actuele genoteerde prijzen.

Waar waarde niet kan worden geïnterpreteerd als de marktwaaarde die op genoteerde prijzen is gebaseerd, zal de economische waarde van een goed voor de belanghebbende moeten worden afgeleid uit diens beoordeling van diens toekomstige mogelijkheden en behoeften. Voor andere belanghebbenden zullen beide elementen (mogelijkheden en behoeften) kunnen afwijken. Zo krijgt op identieke tijdstippen een identiek goed bij uiteenlopende belanghebbenden toch verschillende economische waarden toegekend. Op basis van deze verschillende waarden zijn transacties mogelijk en waarschijnlijk. Van een transactie mag immers voordeel worden verwacht. Daarentegen bij consensus omtrent de waarde van een goed kunnen transacties partijen geen voordeel bieden. Een transactie is in zulke gevallen een 'zero sum'-game. In die gevallen zijn transacties minder waarschijnlijk.

De vraag naar de hoogte van de economische waarde van een goed kan niet zonder meer in het algemeen worden beantwoord. In dit verband kan worden vastgesteld dat DE economische waarde niet bestaat. In niet-perfecte markten is bij economische waarde-bepaling de vraag essentieel ten opzichte van welke partij het goed wordt gepositioneerd. Door deze noodzaak van *positionering* is economische waarde subjectief van aard. Dit mag niet worden verward met subjectiviteit die wordt afgeleid uit schattingsproblematiek die het gevolg is van 'imperfect foresight'.

Wel is in het economisch verkeer bij herhaling nodig de economische waarde te bepalen voor meer belang-

hebbende partijen tegelijk, terwijl de positionering verschillend is. Voorbeelden hiervan zijn waardebe-paling van aandelen in vennootschappen bij statutaire aanbieding van aandelen, of bij boedelscheiding, bijvoorbeeld in geval van echtscheiding. Het gaat dan om de waarde in het economisch verkeer. In feite wordt in zulke gevallen de vraag naar de waarde niet vanuit de belanghebbende partijen en hun respectieve mogelijkheden beantwoord, maar vanuit de prijs die de meest geschikte koper in de markt op 'arm's length' bereid zou zijn te betalen.

Een tweede kenmerk van economische waarde is de veranderlijkheid ervan. Economische waarde betreft de betekenis van een goed voor een belanghebbende op een bepaald tijdstip. Door wijziging van behoeften en mogelijkheden zal de waarde op een volgend tijdstip kunnen afwijken. Dit kan worden samengevat als wijziging van de situatie. *Situering* betekent dat op een eerder tijdstip bepaalde waarde niet noodzakelijk een betrouwbare indicatie geeft voor de waarde op een later tijdstip. Het zou een misverstand zijn ervan uit te gaan dat de waarde die op een bepaald tijdstip is gemeten, alsnog moet worden gerealiseerd. Uit waar-deverandering kan niet worden afgeleid dat de eerder bepaalde waarde onjuist zou zijn geweest. Wel leidt 'perfect hindsight' hieromtrent soms tot discussie.

3 Waarde in 'financial accounting'

Het is niet ongebruikelijk om voor 'financial accounting' met betrekking tot duurzame productiemiddelen uit te gaan van waarderingsgrondslagen die zijn gebaseerd op historische prijzen. Grondslag voor waardering van activa zijn de eertijds betaalde aankooprijzen, zonodig verminderd met afschrijvingen. In uiteenlopende systemen als LIFO en FIFO zijn ook voor de vlottende activa de historische prijzen herkenbaar. Liquide middelen en schulden worden traditioneel gewaardeerd tegen hun nominale waarde.

Het leidt tot een balans waarin het Eigen Vermogen qua omvang de restpost is die de balans in 'evenwicht' brengt (zie figuur 2).

De omvang van deze restpost is vanzelfsprekend mede afhankelijk van de middelen die zijn geactiveerd of daarentegen juist 'off balance' zijn gebleven. De omvang van deze restpost ondervindt daarenboven invloed van de rubricering van respectieve vermogenscomponenten als eigen of als vreemd vermogen. Met name met betrekking tot hybride of samengestelde financiële instrumenten doet deze vraag zich voor. De conventie dat voorzieningen altijd tot het vreemd vermogen zouden moeten worden gerekend, is hier eveneens van belang.

Figuur 2. Traditionele balans

Activa	Waarde	Passiva	Waarde
Duurzame activa	Hist.prijs +/- afschrijvingen	Eigen Vermogen	?
Vlottende activa	Hist. prijs	Vreemd Vermogen	Nominale waarde
Liquide middelen	Nominale waarde		
Totaal	Boekwaarde	Totaal	Boekwaarde

De waarden die in een traditionele balans op een bepaald moment aan activa en passiva worden toegekend, zijn – zonder stelselwijziging – verankerd in een onveranderlijk verleden. De eenmaal gekozen systematiek leidt in combinatie met de ooit betaalde prijzen tot de gepresenteerde balans. Daarin is geen of nauwelijks plaats voor risico en onzekerheid. De plaats die in de balans voor risico wordt ingeruimd, kan worden gevonden in de post voorzieningen, in bijzondere waardeverminderingen (impairments) respectievelijk in afboekingen op grond van bijvoorbeeld mogelijke incourantheid (voorraden) en kredietrisico (dubieuze debiteuren). De toelichting bij de balans kan aanvullende informatie geven. En vanzelfsprekend kan risico worden afgeleid uit de informatie die een resultatenrekening met toelichting biedt. Dit alles neemt niet weg dat de waarden in de balans in hun verleden zijn gefixeerd.

De historische prijzen worden voor waarderingsdoelen losgelaten zodra voorzichtigheid dat nodig maakt. Toepassing van het 'laagste waarde'-principe is dan aanleiding dat activa worden gewaardeerd tegen wat in dat geval de lagere opbrengstwaarde is. Bijzondere waardeverminderingen van activa worden geboekt indien de realiseerbare waarde (gedefinieerd als de hoogste van opbrengstwaarde en bedrijfswaarde) lager is dan de boekwaarde. Afwaardering vindt dan plaats naar lagere realiseerbare waarde ten laste van de winst- en verliesrekening (dan wel ten laste van de herwaarderingsrekening voorzover deze voor het desbetreffende actief aanwezig is als gevolg van positieve herwaardering in het verleden). In deze toepassingen kan een economisch waardebegrip worden herkend. Wel moet worden bedacht dat – uitgaande van continuïteit – een toerekeningsvraagstuk moet worden opgelost om aan de afzonderlijke activa een deel van de indirecte opbrengstwaarde te kunnen toekennen. Dat in het beginsel van voorzichtigheid economie kan

worden herkend, is een gevolg van het feit dat voor verwachte, structurele verliezen het realisatiebeginsel wordt losgelaten.

4 Financieel-economische waarde en de voorstelling daarvan in 'financial accounting'

Vanzelfsprekend kan de balans in figuur 2 worden gecompliceerd, bijvoorbeeld door expliciete vermelding van voorzieningen. Maar het beeld volstaat om te kunnen vaststellen dat de hier gepresenteerde waarden principieel afwijken van de waarde die in (financiële) economie wordt gehanteerd. Dat ook de uitkomsten vaak aanzienlijk afwijken, behoeft geen betoog. Overeenkomstige waarden zouden zelfs betrekkelijk toevallig zijn. Dit toeval bestaat in de situatie waarin op basis van de boekwaarde van het vermogen het geëiste rendement overeenkomt met het naar verwachting te behalen rendement. In dat geval is de boekwaarde van het vermogen gelijk aan de contante waarde van de verwachte vrije geldstromen. Een economische balans (zie figuur 3) wijkt qua vormgeving af van een traditionele balans (zie figuur 2)². In een economische balans zijn de activa gebundeld in de onderneming die wordt gewaardeerd. Het balans-totaal is bepaald door de ondernemingswaarde. De omvang van het eigen vermogen is gelijk aan de aandeelhouderwaarde daarvan. Voor het autonoom gefinancierde vreemd vermogen geldt dat niet de nominale waarde maar de economische waarde hiervan wordt bepaald. Het geïnduceerd vreemd vermogen is begrepen in het werkkapitaal.

Figuur 3. Economische balans

Activa	Waarde	Passiva	Waarde
Onderneming	Ondernemingswaarde	Eigen vermogen	Aandeelhouderwaarde
		Vreemd vermogen (autonoom; rentedragend)	Economischewaarde
Totaal	Ondernemingswaarde	Totaal	Ondernemingswaarde

Na het voorgaande kan de inhoud van waarde in economie, respectievelijk in accounting als volgt in enkele trefwoorden worden getypeerd (zie figuur 4, p. 258). Uit de trefwoorden kan worden afgeleid dat waarde in accounting als het ware de tegenhanger is van waarde in economie.

Figuur 4. Accounting en economie in enkele trefwoorden

Accounting	Economie
Historie	Toekomst
Realisatie	Verwachting
Winst/verlies	Geldstromen
'Zekerheid'	Risico/Rendementseis
Afzonderlijke activa	Onderneming als geheel

Een overzicht als figuur 4 maakt in een oogopslag duidelijk dat de waarden in een traditionele balans geen betrouwbare indruk kunnen geven van de economische waarde van de onderneming waarvan de balans wordt opgemaakt. De traditionele jaarrekening geeft het houvast dat op een bepaald moment een beeld wordt gegeven van de tot op dat moment gerealiseerde geldstromen. Voor doelen als verantwoording en controle is dit een uiterst belangrijk houvast. Wel moet hierbij worden opgemerkt dat het principe van gerealiseerde geldstromen niet volledig wordt doorgevoerd: voorzichtigheid, voorzieningen en waardeverminderingen maken op dit principe inbreuk.

In economie gaat het daarentegen om de geldstromen die nog niet zijn gerealiseerd, maar naar verwachting en met een bepaalde mate van risico vroeg of laat zullen worden gerealiseerd. De historische prijzen zijn door de ondernemer betaald in de overtuiging (verwachting) dat met de verworven productiemiddelen geld kan worden verdiend. Het wil logischerwijze zeggen dat de economische waarde al meteen afweek van het investeringsbedrag³. Voor dienstverlenende ondernemingen spreekt dit in het algemeen het sterkst. De investering in productiemiddelen is daar vaak zeer beperkt. De 'investering' betreft de meewerkende mensen. Maar in een traditionele balans worden zij niet vermeld.

Uitgaande van een rendabele exploitatie zal tussen boekwaarde en economische waarde steeds een 'value-gap' zichtbaar zijn. Voor wie onderscheid wil maken tussen de twee uiteenlopende waardebegrippen in accounting respectievelijk in economie, is dit geen bezwaar. Misverstand kan pas ontstaan wanneer de accountingwaarde zou worden geacht een beeld te geven van economische waarde. Door de twee waardeopvattingen naast elkaar te tonen – de ene met betrekking tot gerealiseerde geldstromen en de andere met betrekking tot verwachte geldstromen – ontstaat een 'volledig' beeld van de onderneming. Zowel voor verantwoording en controle als voor beheer en beleid is

op die manier relevante en eenduidige informatie beschikbaar.

5 Enkele recente ontwikkelingen

Van recente ontwikkelingen in 'financial accounting' moeten hier de volgende worden genoemd:

- toepassingen van 'fair value' hebben vaste grond onder de voeten gekregen;
- betaalde goodwill blijft als (vrijwel) niet-slijtend activum op de balans van de overnemer staan.

De gesignaleerde ontwikkelingen hebben als gemeenschappelijke noemer dat in accounting met betrekking tot waarde een verschuiving plaatsvindt in de richting van economie.

Toepassing van fair value

Toepassing van fair value (= reële waarde) hoeft niet op bezwaren te stuiten indien is voldaan aan de voorwaarde dat de onderliggende markt voldoende is ontwikkeld om betrouwbare waarde-indicaties (prijsnoteringen) op te leveren en indien deze markt bovendien voldoende toegankelijk is voor waarderende partijen. Voor een aantal financiële markten zal aan deze voorwaarden zijn voldaan. Toepassing van fair value voor courante financiële instrumenten moet dan ook mogelijk zijn. Maar bijvoorbeeld de markten voor immateriële, materiële en financiële vaste activa zijn niet perfect. Bijvoorbeeld, de 'onroerend goed'-markten worden zodanig door heterogeniteit gekenmerkt dat ook daarvoor in veel gevallen geen betrouwbare indicaties voorhanden zijn. Indien bijzondere waardeverminderingen optreden dan dient de 'fair value' (of realiseerbare waarde) te worden geschat. Een specifiek probleem betreft de waardebepaling van gekochte goodwill, met name indien er indicaties zijn dat deze waarde niet kan worden terugverdiend en een afwaardering noodzakelijk is.

In al die gevallen zullen voor toepassing van 'fair value' deskundigen moeten worden geraadpleegd om al of niet de waarde te taxeren. De eigen administratie van de verslaggevende onderneming zal hiervoor tekort schieten. En zelfs zou – indien al mogelijk – volledige toepassing van 'fair value' voor alle afzonderlijke activa toch niet in de economische waarde van de onderneming als geheel uitmonden. Dat betekent dat in de huidige wet- en regelgeving sprake is van een 'gemengd model': voor sommige activa moet fair value accounting worden toegepast (bijvoorbeeld voor bepaalde financiële instrumenten), voor andere activa is er een keuze (bijvoorbeeld voor vastgoedbeleggingen) en voor bepaalde activa vindt alleen waardering plaats

tegen fair value indien deze lager is. Bovendien blijkt de fair value in verschillende standaarden en richtlijnen op een andere wijze te worden ingevuld. Ik verwijs naar het themanummer van het MAB over 'reële waarden en financiële verslaggeving', met name de bijdragen van Camfferman en Van der Wel (2003), en van Hoogendoorn (2003).

Activering van betaalde goodwill

Het voorschrift om betaalde goodwill te activeren kan worden gezien als een verbetering ten opzichte van de traditie om betaalde goodwill rechtstreeks en onmiddellijk ten laste van het eigen vermogen te brengen. Door betaalde goodwill te zien als vooruitbetaling van gekochte overwinst zou afschrijving van de goodwill afhankelijk kunnen worden gesteld van de mate waarin deze overwinst wel – of juist niet – wordt gerealiseerd. Echter, als een (vrijwel) niet slijtend activum blijft de betaalde goodwill op de balans van de overnemende partij geactiveerd. Daaraan kleven enkele praktische problemen.

- Een 'impairment-test' moet aangeven of de ooit betaalde prijs nog voldoende actualiteit heeft.
- De entiteiten die dragers zijn van de eenmaal betaalde goodwill zullen binnen de onderneming moeten blijven worden onderscheiden.
- Noodzakelijk onderhoud van de getoonde goodwill heeft tot gevolg dat zelfgekweekte goodwill geleidelijk de plaats inneemt van eerder betaalde goodwill.
- Bij frequente acquisities zal de balans van de overnemende onderneming al gauw voor een zeer groot deel bestaan uit goodwill.
- Bijvoorbeeld bij een teruggaande economie zal op grond van 'impairment' een aanzienlijke afschrijving 'ineens' voor lief moeten worden genomen.

In het kader van deze beschouwing is vooral de vaststelling van belang dat de betaalde goodwill – vermeerderd met de intrinsieke waarde van de overige activa van de overgenomen onderneming – niet gelijk kan worden gesteld aan de economische waarde van de overgenomen onderneming. Het betaalde bedrag kan om uiteenlopende redenen (synergie; dreigende opportunity losses) hoger zijn dan de 'stand alone'-waarde van de overgenomen onderneming. In andere gevallen zal de overnemer juist zelf een premie willen verdienen en een lagere prijs betalen dan de onderneming hem waard is.

6 Samenvatting en conclusies

Traditionele vormen van accounting kunnen geen goed beeld geven van economische waarde. Beide waarden

naast elkaar resulteren in een 'value gap'. Uitgaande van een 'value-gap' hebben recente ontwikkelingen in accounting tot gevolg dat in het algemeen de 'gap' kleiner wordt. Activering van meer immateriële middelen en met zelfs 'human capital' als sluitpost, zou tot gevolg kunnen hebben dat een eenmaal bepaalde economische waarde in 'financial accounting' tot uitdrukking wordt gebracht.

De vraag is of de balans in 'financial accounting' informatie moet verschaffen omtrent de economische waarde. De prijs die hiervoor moet worden betaald is een jaarrekening waarvoor het realisatiebeginsel is losgelaten. Aan toepassing van 'fair value' kan worden gedacht waar betrouwbare marktindicaties beschikbaar zijn en waar 'onmiddellijk' realisatie mogelijk is. In overige gevallen acht ik in het algemeen de prijs te hoog.

Integratie van economische waarde in 'financial accounting' is niet nodig. Indien behoefte bestaat aan inzicht in de economische waarde van de onderneming, kan naast een traditionele balans een economische balans worden gepresenteerd, waarvan in dit artikel een gestileerd voorbeeld is gegeven. ■

Literatuur:

- Böhm-Bawerk, E. von, (1909), *Kapital und Kapitalzins, Positive Theorie des Kapitals*, Innsbruck.
- Bouma, J.L., (1982), *Leerboek der bedrijfseconomie*, deel 1, Delwel, Wassenaar.
- Camfferman, C. en F. van der Wel, (2003), Reële waarde in de regelgeving, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 77. nr. 9, september, pp. 379-386.
- Duffhues, P.J.W., (1997), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten*, Wolters-Noordhoff, Groningen.
- Duffhues, P.J.W., (2002), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten*, 3de druk, Stenfert Kroese, Groningen.
- Hoogendoorn, M.N., (2003), Reële waarde, jaarrekening en ondernemingsbeleid, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 77. nr. 9, september, pp. 387-396.
- Hoogendoorn, M.N., (1999), Een modeljaarrekening op basis van aandeelhouderswaarde, in: A. J. Bindenga, M.A. van Hoepen en J. Maat (redactie), *Bericht gegeven*. Opstellenbundel aangeboden aan Prof. Drs. F. Krens, Kluwer, Deventer, pp. 195-212.
- Limperg, Th. en G.L. Groeneveld, (1979), *Waarde, winst en jaarrekening*, Kluwer, Deventer.
- Menger, C., (1871, 1968), *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre. Gesammelte Werke, Bd. 1*, Tübingen.
- Schroeff, H.J. van der, (1947), *De leer van de kostprijs*, 1ste druk, Kosmos, Amsterdam-Antwerpen.
- Smith, A., (1880), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, second edition, Clarendon Press, Oxford.
- Spekreijse, J.G.E. e.a., (1999), *Financieel Management 1* (werkboek), Faculteit Management Wetenschappen, Open universiteit Nederland, Heerlen.

Noten

1 *Perfekte* markt betekent onder meer:

1. volledige mededinging (voldoende groot aantal marktpartijen, waarbij geen der marktpartijen invloed kan uitoefenen op de prijs; toetreding tot de markt is kosteloos), én
2. een *volkomen* markt, dat wil zeggen dat het marktproces frictieloos functioneert en dat aanpassingen onmiddellijk plaatsvinden. Dit betekent dat:
 - a. informatie kosteloos en voor iedereen gelijkelijk beschikbaar is;
 - b. er sprake is van een *complete markt*, inhoudende dat de deelbaarheid van en verscheidenheid aan (beleggings)objecten voldoende groot is om elke gewenste waarschijnlijkheidsverdeling van de te verwachten cash flows mogelijk te maken;
 - c. er sprake is van liquiditeit zodat (beleggings)objecten zonder (groot) prijsrisico kunnen worden verhandeld;
 - d. er geen *transactiekosten* zijn, omdat hoge transactiekosten een barrière vormen om (beleggings)objecten te verhandelen, wat de functie van de markt kan belemmeren;
 - e. een *vrije prijsvorming* plaatsvindt, dat wil zeggen dat er geen belemmerende overheidsregulering is, zoals marktregels en belastingheffing die het prijsvormingsproces beïnvloeden;
 - f. de markt *efficiënt* is zodat alle beschikbare informatie direct of snel in de marktprijzen wordt verwerkt.

Bron: *syllabus Financieel Management, Spekrijse et al., 1999, p. 36, 37.*

- 2 Hoogendoorn (1999) geeft een uitgebreid voorbeeld van een jaarrekening op basis van aandeelhouderswaarde.
- 3 Het verschil tussen de economische waarde en het investeringsbedrag is de netto contante waarde.