

Waardebepaling in het kader van de goodwill impairment-test

Wim Holterman

SAMENVATTING Het centrale vraagstuk bij de impairment-test is de waardebepaling. Het gaat bij impairment-tests immers om een vergelijking van de boekwaarde (*carrying value*) van een actief met de economische waarde. In dit artikel wordt nader ingegaan op de belangrijkste waarderingsaspecten van de goodwill impairment-test. De waarderingsvoorschriften in de verslaggevingregels met betrekking tot goodwill impairment-tests zullen worden geëvalueerd in het licht van gangbare opvattingen over waardebepaling in de fusie- en overnamepraktijk. Ook wordt ingegaan op de veelgehoorde kritiek op het subjectieve karakter van de goodwill impairment-test.

1 Inleiding

Het fenomeen 'impairment-test' staat sterk in de belangstelling. Dit heeft uiteraard te maken met de spraakmakende goodwill-impairments van de afgelopen jaren in met name de telecom- en technologie-sector¹. De impairment-test is ook een belangrijk onderdeel van de nieuwe verslaggevingregels inzake fusies en overnames die de International Accounting Standards Board (IASB) op 31 maart 2004 heeft vastgesteld. Deze regels, die een belangrijke convergentie met de Amerikaanse verslaggevingregels betekenen, verbieden de afschrijving op goodwill. In plaats daarvan wordt een jaarlijkse impairment-test verplicht.

In dit artikel worden de waarderingsaspecten van de verslaggevingregels inzake goodwill impairment-tests

nader besproken. De bespreking zal gericht zijn op de waarderingsbepalingen met betrekking tot goodwill impairment-tests onder de International Financial Reporting Standards (IFRS) van de IASB enerzijds en de algemeen aanvaarde verslaggevingregels in de Verenigde Staten (US GAAP) anderzijds. Daarbij zal worden ingegaan op de vraag in hoeverre de waarderingsvoorschriften in deze verslaggevingregels in overeenstemming zijn met de gangbare opvattingen over waardebepaling in de fusie- en overnamepraktijk en de financieel-economische waarderingsliteratuur. Ook komt de kritiek op de impairment-test dat deze te subjectief zou zijn aan de orde². Welke waarborgen geven de verslaggevingregels voor eenduidige uitvoering van impairment-tests in de praktijk? Hoe kan worden verzekerd dat verschillende ondernemingen 'met dezelfde maat worden gemeten'?

In dit artikel zullen bij het vraagstuk van de waarde-bepaling in het kader van goodwill impairment-tests de volgende drie aspecten worden onderscheiden:

- 1 De te veronderstellen *waarderingssituatie*. Het gaat hierbij bijvoorbeeld om de vraag of bij de impairment-test dient te worden uitgegaan van de waarde voor de huidige eigenaar of van de prijs die een derde zou willen betalen.
- 2 De te hanteren *waarderingsmethoden*. Welke methoden worden door de verslaggevingregels voorschreven?
- 3 De te hanteren *veronderstellingen* bij toepassing van de waarderingsmethoden. Het gaat hierbij niet alleen om de vraag welke veronderstellingen dienen te worden gehanteerd, maar ook om de eisen die worden gesteld aan de onderbouwing van de veronderstellingen. Hoe diepgaand dienen bijvoorbeeld prognoses te worden onderbouwd en wat betekent dit voor de diepgang en reikwijdte van de beoordeling van de impairment-test in het kader van de accountantscontrole?

Dit artikel is als volgt opgebouwd. Paragraaf 2 bevat een beknopt overzicht van de impairment-bepalingen

Dr. W.G.M. Holterman is partner in de Valuation & Strategy-praktijk van PricewaterhouseCoopers in Nederland. Tevens geeft hij leiding aan het Valuation Competence Centre van de internationale PwC-organisatie.

met betrekking tot goodwill onder IFRS en US GAAP. In paragraaf 3 wordt nader ingegaan op de in het kader van impairment-tests te veronderstellen waarderingssituatie. In paragraaf 4 wordt aandacht besteed aan de te hanteren waarderingmethoden. In paragraaf 5 wordt nader ingegaan op de bepalingen met betrekking tot de te hanteren veronderstellingen en de eisen die worden gesteld aan de onderbouwing. In paragraaf 6 komt de waardebepaling van immateriële activa aan de orde. De waardebepaling van immateriële activa maakt onderdeel uit van de goodwill impairment-test onder US GAAP. Paragraaf 7 bevat enkele slotopmerkingen.

2 Goodwill impairment-tests onder IFRS en US GAAP

De verslaggevingregels met betrekking tot impairment-tests zijn gedetailleerd en complex. Deze regels worden in de bijdrage van Vergoossen (2004) in dit themanummer besproken. Met het oog op de bespreking van de waarderingaspecten van de impairment-test in het onderhavige artikel worden hieronder enkele belangrijke elementen gememoreerd. Tenzij anders vermeld, hebben onderstaande opmerkingen zowel betrekking op US GAAP (FASB, 2001a, 2001b) als op de 31 maart 2004 vastgestelde wijzigingen onder IFRS (IASB, 2004a, 2004b). Onder US GAAP vindt de impairment-test plaats op het niveau van een *'reporting unit'*, onder IFRS op het niveau van een *'cash generating unit'*. Gemakshalve zullen we beide begrippen in dit artikel steeds aanduiden als bedrijfsonderdeel.

- 1 Bij een overname dient de reële waarde (*'fair value'*) van de identificeerbare activa en passiva te worden vastgesteld³. Het verschil tussen de overnameprijs en het saldo van de reële waarde van deze activa en passiva is de goodwill. Goodwill is dus een restpost. De toerekening van de verkrijgingsprijs aan de verschillende activa en passiva wordt *'purchase price allocation'* genoemd. Een wezenlijk element van zowel US GAAP als de nieuwe IFRS-regels is dat een groter aantal immateriële activa van goodwill onderscheiden en separaat geactiveerd dient te worden dan onder de oude IFRS-regels het geval was (zie paragraaf 6).
- 2 Afschrijven op goodwill is niet toegestaan; in plaats daarvan is een jaarlijkse impairment-test verplicht. Bovendien dient een impairment-test plaats te vinden, indien er indicaties zijn van een impairment (een zogenaamde *'triggering event'*).
- 3 US GAAP kent een bewerkelijke tweestapsprocedure voor de impairment-test op goodwill:
 - a Stap 1. De eerste stap behelst een vergelijking van de reële waarde (*'fair value'*) van het bedrijfsonder-

deel, waarvan de goodwill op impairment wordt getest, met de boekwaarde (*'carrying value'*). Indien de reële waarde hoger is dan de boekwaarde, dan wordt er geacht geen sprake te zijn van goodwill-impairment. Indien de reële waarde lager is dan de boekwaarde van de reporting unit, wordt stap 2 uitgevoerd.

- b Stap 2. In deze stap wordt de reële waarde van de activa en passiva van het bedrijfsonderdeel waarvan de goodwill op impairment wordt getest op het tijdstip van de impairment-test berekend. Er wordt dus een nieuwe *'purchase price allocation'* uitgevoerd⁴. Voorzover de uit deze *'purchase price allocation'* blijken goodwill⁵ lager is dan de boekwaarde van de goodwill, wordt dit verschil als impairment-last aangemerkt.

4 IFRS kent een eenvoudiger procedure voor de impairment-test op goodwill. Onder IAS 36 wordt de realiseerbare waarde⁶ van het bedrijfsonderdeel vergeleken met de boekwaarde. Voorzover de realiseerbare waarde lager is dan de boekwaarde, wordt dit verschil ten laste gebracht van de goodwill. Indien het verschil groter is dan de boekwaarde van de goodwill wordt het restant van de impairment toegerekend aan de overige activa.

3 De te veronderstellen waarderingssituatie bij goodwill impairment-test

Een belangrijke keuze die bij de waardebepaling van een bedrijfsonderdeel in het kader van een goodwill impairment-test dient te worden gemaakt, betreft de te veronderstellen waarderingssituatie. Het gaat hierbij onder meer om de vraag of uitgegaan dient te worden van de waarde voor de huidige eigenaar (de onderneming waarvan het bedrijfsonderdeel deel uitmaakt) of de prijs die een derde voor het bedrijfsonderdeel zou willen betalen. Met andere woorden: gaat het om de *'value in use'* of om de *'value in exchange'*? Hierna zal worden ingegaan op de bepalingen van US GAAP respectievelijk IFRS met betrekking tot de te veronderstellen waarderingssituatie.

Onder US GAAP dient in het kader van de goodwill impairment-test de reële waarde (*'fair value'*) van het bedrijfsonderdeel waarop de goodwill betrekking heeft te worden bepaald⁷. De *'fair value'* wordt gedefinieerd als *'...the amount at which that asset could be bought or sold in a current transaction between willing parties, that is other than in a forced or liquidation sale. Thus, the fair value of a reporting unit refers to the amount at which the unit as a whole could be bought or sold in a current transaction between willing parties'*

(FASB, 2001b, al. 23) . Het gaat hier dus om een ‘*value in exchange*’. Het in 2002 door de FASB geïnitieerde ‘*fair value measurement*’-project, waarvan de uitspraken nog geen officiële status kennen, bevestigt deze interpretatie: ‘...*the objective of fair value measurement is to estimate the single-agreed upon exchange price between willing parties in a transaction other than in a forced liquidation transaction or distress sale*’ (FASB, 2004, p. 4) .

Bij de goodwill impairment-test onder IFRS dient niet de ‘*fair value*’ maar de zogenaamde realiseerbare waarde van het bedrijfsonderdeel te worden bepaald. Het begrip realiseerbare waarde wordt gedefinieerd als de hoogste van de ‘*fair value less costs to sell*’ (ook omschreven als ‘*net selling price*’) en de ‘*value in use*’. IFRS bepaalt dat de ‘*net selling price*’ idealiter dient te worden bepaald op basis van de prijs van het betreffende bedrijfsonderdeel volgens een bindende verkoopovereenkomst of de prijs van het betreffende bedrijfsonderdeel in een liquide markt⁸. Deze situaties zullen zich veelal niet voordoen en dan dient de ‘*net selling price*’ bepaald te worden op basis van als ‘*the amount an entity could obtain... in an arm’s length transaction between knowledgeable, willing parties, after deducting the costs of disposal*’⁹. Dit begrip is dus equivalent aan het begrip ‘*fair value*’ volgens US GAAP, met dien verstande dat de kosten van verkoop in mindering moeten worden gebracht. Het begrip ‘*value in use*’ wordt gedefinieerd als ‘*the present value of the future cash flows expected to be derived from ...cash generating unit*’.

Uit het bovenstaande blijkt dat IFRS en US GAAP verschillen voor wat betreft de waarderingssituatie: het ‘*fair value*’-begrip is een ‘*value in exchange*’. IFRS gaat uit van de hoogste van de ‘*value in exchange*’ en de ‘*value in use*’. Dit verschil in uitgangspunt kan in de praktijk leiden tot een aanzienlijk verschil in de uitkomst van impairment-berekeningen onder beide verslaggevingstandaarden, waarmee de beoogde convergentie tussen IFRS en US GAAP niet bereikt is. Het is overigens opmerkelijk dat daar waar het begrip ‘*fair value*’ in US GAAP centraal staat, de vergelijkbare standaard onder IFRS stelt dat deze waarde soms niet betrouwbaar is vast te stellen: ‘*However, sometimes it will not be possible to determine fair value less costs to sell because there is no basis for making a reliable estimate of the amount obtainable from the sale of the asset in an arm’s length transaction between knowledgeable and willing parties. In this case, the entity may use the asset’s value in use as its recoverable amount.*’ (IASB, 2004b, alinea 20).

In een concrete waardebepaling behoeven de hierboven genoemde begrippen ‘*value in use*’, ‘*fair value*’ en ‘*net selling price*’ nadere operationalisering. Bij de bepaling van de ‘*value in use*’ speelt bijvoorbeeld de vraag of en in hoeverre de synergie tussen het bedrijfsonderdeel, waarvan de goodwill op impairment wordt getest, en andere bedrijfsonderdelen, aan het betreffende bedrijfsonderdeel mag worden toegerekend. Bij de bepaling van de ‘*fair value*’ en ‘*net selling price*’ speelt de vraag welke typen kopers in beschouwing dienen te worden genomen en welke veronderstellingen dienen te worden gehanteerd ten aanzien van de bepaling van premies voor bijvoorbeeld synergie en zeggenschap die deze kopers geacht kunnen worden te betalen. De betreffende IFRS- en US GAAP-regels geven nauwelijks aanwijzingen met betrekking tot deze vragen, hetgeen uiteraard aanleiding kan geven tot uiteenlopende interpretaties en toepassing in de praktijk¹⁰. Wellicht dat het ‘*fair value measurement*’-project van de FASB (FASB, 2004), welke tot doel heeft nadere richtlijnen voor de toepassing van het begrip ‘*fair value*’ te ontwikkelen, en fase 2 van het ‘*Business Combinations*’-project van de IASB (IASB, 2003) op dit punt meer duidelijkheid zullen geven.

4 Waarderingsmethoden bij goodwill impairment-tests

In het kader van een impairment-test op goodwill dient de waarde van het bedrijfsonderdeel waarvan de goodwill op impairment wordt getest te worden bepaald. Hierbij dient gebruik te worden gemaakt van waarderingsmethoden. In deze paragraaf zullen de bepalingen van IFRS en US GAAP inzake de te hanteren waarderingsmethoden nader worden besproken.

Onder US GAAP wordt een sterke voorkeur uitgesproken voor het gebruik van de eventueel beschikbare marktprijs van het desbetreffende bedrijfsonderdeel, boven de toepassing van waarderingsmethoden om de waarde te bepalen. IFRS kent deze voorkeur ook, voorzover het gaat om de bepaling van de ‘*net selling price*’. US GAAP wijst daarbij op het objectieve karakter van marktprijzen: ‘...*market prices, when available, are considered to be the best evidence of fair value*’¹¹.

Het gewicht dat door de IASB en de FASB aan marktgegevens wordt toegekend, blijkt ook uit het hiervoor reeds genoemde ‘*fair value measurement*’-project (zie FASB, 2004 en IASB, 2003, pp. 9-11). In dit project wordt de ‘*fair value*’-hiërarchie geïntroduceerd, waar-

bij drie niveaus van waardering worden onderscheiden, geordend in afnemende mate van objectiviteit en gewenstheid van toepassing:

- 1 de waarde wordt gebaseerd op prijsnoteringen van identieke activa;
- 2 de waarde wordt gebaseerd op prijsnoteringen van vergelijkbare activa, waarbij verschillen tussen het te waarderen actief en het vergelijkbare actief objectief kunnen worden vastgesteld en gewaardeerd;
- 3 de waarde wordt bepaald met behulp van waarderingmethoden, zoals de *discounted cash flow*-methode en de *'market comparables'*-methode.

Niveau 1: De waarde wordt gebaseerd op prijsnoteringen van identieke activa

Bij het waarderen van bedrijfsonderdelen in het kader van een impairment-test is dit niveau alleen van toepassing als een deel van de aandelen van het bedrijfsonderdeel ter beurse genoteerd zijn. Overigens hoeft de beurskoers van deze aandelen als gevolg van verschillen in zeggenschap en liquiditeit niet indicatief te zijn voor de waarde van het bedrijfsonderdeel ten behoeve van de impairment-test¹².

Niveau 2: De waarde wordt gebaseerd op prijsnoteringen van vergelijkbare activa waarbij verschillen tussen het te waarderen actief en het vergelijkbare actief objectief kunnen worden vastgesteld en gewaardeerd

Dit niveau wordt binnen het *'fair value'*-project bij de waardering van bedrijfsonderdelen niet van toepassing geacht voor de waardering van bedrijfsonderdelen in het kader van impairment-tests. Gesteld zou kunnen worden dat de zogenaamde *'market comparables'*-methode, waarbij de waarde van een onderneming of bedrijfsonderdeel wordt ontleend aan de prijs van vergelijkbare ondernemingen, in niveau 2 dient te worden geclassificeerd. In de *'fair value'*-hiërarchie wordt deze methode echter geclassificeerd in niveau 3 en wordt daarmee op dezelfde voet gesteld als de DCF-methode. Het argument dat wordt gebruikt om de *'market comparables'*-methode niet binnen niveau 2 te classificeren, is dat het vaststellen en waarderen van verschillen tussen ondernemingen een subjectieve aangelegenheid is.

Niveau 3: De waarde wordt bepaald met behulp van waarderingmethoden

Waardering van bedrijfsonderdelen in het kader van impairment-tests zal veelal op niveau 3 plaatsvinden.

In het *'fair value'*-project worden op dit niveau drie algemeen aanvaarde benaderingen onderscheiden: de *'income approach'*, de *'market approach'*, en de *'cost approach'*¹³:

- 1 Onder de *'income approach'* vallen methoden waarbij een contante waarde wordt bepaald. Hierbij kan worden gedacht aan de DCF-methode en de reële-optiemethode.
- 2 Bij de *'market approach'* wordt de waarde, met behulp van verhoudingsgetallen (bijvoorbeeld de koers/winst- of de koers/omzet-verhouding), ontleend aan de prijzen van vergelijkbare ondernemingen. In het waarderingsjargon wordt deze benadering onder meer aangeduid als de *'market comparables approach'*, de *'comparable transactions approach'* en de *'valuation multiples approach'*.
- 3 Bij de *'cost approach'* wordt de waarde ontleend aan het historische waardebegrip uit de financiële verslaggeving, de intrinsieke waarde, waarbij activa veelal op vervangingswaarde worden gewaardeerd. In de Angelsaksische literatuur wordt deze benadering ook wel aangeduid als de *'asset approach'*.

Deze methoden zijn in de financieel-economische literatuur en de waarderingsliteratuur welomschreven en een nadere omschrijving valt buiten het bestek van dit artikel¹⁴.

De impairment-regels in US GAAP verwijzen expliciet naar de DCF-methode en de *'market comparables'*-benadering als aanvaardbare methoden in het kader van impairment-tests (FASB 2001b, p. 14, alinea 24, 25). De reële optiemethode wordt niet expliciet genoemd, maar wordt ook niet uitgesloten. Onder IFRS wordt in het kader van de *'net selling price'* het gebruik van de *'market comparables'*-methode expliciet voorgeschreven¹⁵. Hoewel de DCF-methode in het kader van de bepaling van de *'net selling price'* niet expliciet wordt genoemd, laat de in paragraaf 3 besproken IFRS-definitie van *'net selling price'* deze methode wel toe¹⁶. In het kader van de *'value in use'* wordt het gebruik van de DCF-methode voorgeschreven. Andere methoden ter bepaling van de *'value in use'* worden niet genoemd, maar ook niet expliciet uitgesloten.

US GAAP en IFRS zijn summier met betrekking tot aanwijzingen voor toepassing van de waarderingsmethoden, anders dan het voorschrift om zoveel mogelijk op marktinformatie gebaseerde veronderstellingen te gebruiken (zie paragraaf 5). De IFRS-regels kennen een aantal opmerkelijke bepalingen die vanuit een waarderingsoptiek moeilijk te begrijpen zijn. IASB(2004b, alinea's 44-49) bepaalt dat toekom-

stige kasstromen uit hoofde van herstructurerings, waaraan de onderneming zich nog niet heeft gecommiteerd, niet in de waardering mogen worden meegenomen. Ook toekomstige investeringen en de voordelen daarvan die het betreffende bedrijfsonderdeel verbeteren ‘... *in excess of its standard of performance assessed immediately before the expenditure is made...*’ mogen niet worden meegenomen. Deze bepalingen worden gemotiveerd met de opmerking dat het gaat om ‘*the asset in its current condition*’. Deze bepalingen impliceren dat de prognoses van een bedrijfsonderdeel waarvan herstructurerings deel uitmaken, dienen te worden aangepast voor de effecten van deze herstructurering. Praktisch is dit een zeer lastig uitvoerbare en in hoge mate kunstmatig aandoende aangelegenheid die geen recht doet aan het feit dat een onderneming of bedrijfsonderdeel bestaat uit een portefeuille van activiteiten die actief gemanaged en regelmatig herschikt wordt. Een mogelijke verklaring waarom deze bepaling in de IFRS-regels voorkomt, kan zijn dat de IASB conservatisme bij het totstandkomen van de prognoses wil bewerkstelligen¹⁷. Een andere verklaring die ik niet onaannemelijk acht, houdt verband met het feit dat de betreffende IFRS-bepalingen zowel betrekking hebben op de impairment-test van bedrijfsonderdelen als van materiële vaste activa. De hierboven genoemde citaten (‘*standard of performance*’, ‘*asset in its current condition*’) zijn volkomen begrijpelijk in de context van het waarderen van materiële vaste activa. Het zou dus zo kunnen zijn dat bepalingen die relevant zijn voor de waardering van materiële vaste activa onbedoeld ook van toepassing zijn verklaard op bedrijfsonderdelen¹⁸. Overigens heeft de IASB recentelijk erkend dat deze restrictie met betrekking tot de bepaling van de ‘*value in use*’ bij ondernemingen met aanzienlijke herstructureringsmogelijkheden ten onrechte tot een impairment-last zou leiden als door de onderneming een prijs betaald is voor deze herstructureringspotentie en de IASB staat in die gevallen toe de ‘*net selling price*’ te gebruiken¹⁹.

5 Veronderstellingen en hun vereiste onderbouwing

Het vraagstuk van subjectiviteit speelt bij elke waardebepaling een rol, denk bijvoorbeeld aan het bepalen van prognoses en de disconteringsvoet die in het kader van de DCF-methode worden gehanteerd. Dit probleem wordt nog versterkt door de grote gevoeligheid van waarderingsuitkomsten voor wijzigingen in veronderstellingen. Bij impairment-tests spelen daarbij nog het potentiële spanningsveld tussen de onder-

nemingsleiding enerzijds en de waarderingsdeskundige c.q. accountant anderzijds. Het management kan, bijvoorbeeld omdat zij gezichtsverlies over haar acquisitiebeleid wenst te voorkomen, een sterke wens hebben om een impairment-last te vermijden. Daarmee heeft zij een prikkel om optimistische prognoses op te stellen. Het tegenovergestelde is overigens ook mogelijk. Empirisch onderzoek van Riedl (2003) met betrekking tot SFAS 121, de voorloper van SFAS 142, geeft aanwijzingen dat het treffen van impairments vaak is ingegeven door opportunistische overwegingen van het management, bijvoorbeeld de overweging om ‘schoon schip’ te maken (de zogenaamde ‘*big bath*’-theorie).

In zowel IFRS als US GAAP wordt het vraagstuk van de subjectiviteit van de bij waardebepalingen gehanteerde veronderstellingen geadresseerd. US GAAP en in mindere mate IFRS wijzen op het belang van het gebruik van op marktgegevens gebaseerde invoergegevens om de impairment-test een objectief karakter te geven. De volgende bepaling uit FASB (2001a, alinea 24) met betrekking tot bij toepassing van de DCF-methode gehanteerde prognoses, is in dit verband illustratief:

‘Those cash flow estimates shall incorporate assumptions that marketplace participants would use in their estimates of fair value. If that information is not available without undue cost and effort, an entity may use its own assumptions. Those cash flow estimates shall be based on reasonable and supportable assumptions and shall consider all available evidence. The weight given to the evidence shall be commensurate with the extent to which the evidence can be verified objectively.’

Het streven naar objectieve op marktgegevens gebaseerde veronderstellingen, niet alleen voor wat betreft de prognoses, maar bijvoorbeeld ook voor de disconteringsvoet en variabelen die bij de ‘*market comparables*’-methode worden gebruikt, is in overeenstemming met de gangbare waarderingspraktijk. De regels schieten naar mijn mening wel te kort als het gaat om de mate waarin veronderstellingen dienen te worden onderbouwd. Met het oog op de gewenste uniformiteit van de impairment-tests zijn op dit punt nadere richtlijnen wenselijk. Neem als voorbeeld de totstandkoming of beoordeling van prognoses in het kader van de toepassing van de DCF-methode. Deze prognoses kunnen worden vastgesteld c.q. worden beoordeeld op basis van een veelheid van informatiebronnen uit de markt en de onderneming. Bijvoorbeeld: marktanalyses van bedrijfstakanalisten, rapporten van beleg-

gingsanalisten met betrekking tot de onderhavige onderneming of vergelijkbare ondernemingen, de ontwikkeling van beurskoersen en bottom-up opgestelde interne prognoses. Welke informatie dient bij de impairment-test in de beschouwing te worden betrokken en hoe ver dienen de analyses te gaan? Met andere woorden: wat is de noodzakelijke diepgang bij het vaststellen c.q. beoordelen van de prognoses? Zowel met het oog op de gewenste uniformiteit van de impairment-test als de gewenste helderheid over de betekenis van de impairment-test bij de gebruiker van de jaarrekening zijn nadere richtlijnen met betrekking tot de diepgang van de werkzaamheden in het kader van de impairment-test noodzakelijk. Dergelijke richtlijnen zijn ook noodzakelijk als het gaat om de reikwijdte van de werkzaamheden in het kader van de impairment-test. Hoe bijvoorbeeld om te gaan met de waardering van elementen die een grote invloed kunnen hebben op de waarde, maar primair tot het deskundigheidsgebied van andere specialisten horen? Denk bijvoorbeeld aan pensioenverplichtingen of eventuele juridische claims.

6 De waarde van immateriële activa

De waardering van immateriële activa is niet alleen noodzakelijk bij *'purchase price allocations'* in het kader van de voorgeschreven impairment-test op immateriële activa met een onbepaalde levensduur, maar is ook noodzakelijk bij de uitvoering van de tweede stap van de goodwill impairment-test volgens US GAAP (zie paragraaf 2). Gelet op deze bepaling, maar ook gezien het feit dat de nieuwe IFRS-regels in navolging van US GAAP de activering van een groot aantal bij overnames verkregen immateriële activa voorschrijven (zie IASB 2004a), zal in deze paragraaf kort op de waardering van immateriële activa worden ingegaan.

In de academische financieel-economische literatuur wordt weinig aandacht geschonken aan de waardering van immateriële activa. De reden hiervoor is wellicht dat de waardering van immateriële activa geen wezenlijk andere waarderingsbenaderingen vereist dan de waardering van ondernemingen. Ook immateriële activa kunnen worden gewaardeerd volgens de in paragraaf 4 genoemde benaderingen. Omdat er veelal geen sprake is een actieve markt van immateriële activa zal de marktbenadering vaak minder bruikbaar zijn. In de meeste gevallen wordt gebruik gemaakt van een DCF-benadering. Een andere verklaring voor de geringe aandacht voor immateriële activa in de financieel-economische literatuur is het

feit dat tot enkele jaren geleden immateriële activa zelden zelfstandig voorwerp van transacties waren. Het afgelopen decennium heeft echter een sterke toename van transacties van immateriële activa laten zien, zowel voor wat betreft koop en verkoop als het in licentie nemen en geven van diverse vormen van intellectueel eigendom.

De literatuur over de waardering van immateriële activa wordt gedomineerd door bijdragen van pratici uit de Verenigde Staten. Zie bijvoorbeeld Reilly en Schweihs (1999) en Smith en Parr (2000). De in deze literatuur gehanteerde waarderingmethoden hebben vaak een sterk 'vuistregelachtig' karakter en sluiten sterk aan bij uitgangspunten die worden gehanteerd door fiscale en juridische autoriteiten in de Verenigde Staten. De Verenigde Staten kennen de meest uitgewerkte fiscale bepalingen op het gebied van de waardering van immateriële activa, onder meer in het kader van internationale transferpricing.

De waardering van immateriële activa kent in vergelijking met de waardering van ondernemingen een specifiek aandachtspunt: de toewijzing van kasstromen aan het te waarden immateriële actief. De kasstromen van een onderneming of bedrijfs onderdeel worden voortgebracht door de gezamenlijke productieve aanwending van materiële en immateriële activa en de allocatie van de kasstromen aan individuele activa bevat inherent arbitraire elementen. Neem als voorbeeld de autoproducent Porsche. De lezer zal het ermee eens zijn dat zowel de merknaam, de vormgeving als de gehanteerde technologie belangrijke immateriële activa van Porsche zijn. De allocatie van de cash flow die Porsche genereert aan deze immateriële activa en andere activa is echter niet triviaal.

Ter illustratie worden benaderingen genoemd voor de toewijzing van kasstromen aan immateriële activa²⁰:

- De zogenaamde *'premium profit'*- en *'premium pricing'*-methoden. Hierbij worden de winstgevendheid respectievelijk de gehanteerde verkoopprijzen van een onderneming die in het bezit is van het te waarden immateriële actief, bijvoorbeeld een merknaam, vergeleken met het winstniveau en de verkoopprijzen van een overigens vergelijkbare onderneming zonder het betreffende immateriële actief.
- De zogenaamde *'relief from royalty'*-methode. Bij deze benadering wordt de waarde van het immateriële actief gebaseerd op de bespaarde royalty's die de onderneming zou moeten betalen indien deze het actief niet in bezit zou hebben gehad en deze in licentie zou moeten nemen. De *'relief from royalty'*-methode

wordt vaak toegepast bij de waardering van intellectueel eigendom. Voor de toepassing van deze methode zijn royaltytarieven van vergelijkbaar intellectueel eigendom benodigd. Als gevolg van de sterke opmars van de licentie van immateriële activa, in het bijzonder intellectueel eigendom, komt er steeds meer royaltyinformatie beschikbaar.

- De zogenaamde ‘*multi-period excess earnings*’-methode. Bij deze methode worden de kasstromen van de onderneming of het bedrijfsonderdeel waarvan het te waarderen immateriële actief onderdeel uitmaakt, als uitgangspunt genomen. Op deze kasstromen worden de kasstromen die geacht worden door andere activa te worden gegenereerd, in mindering gebracht.

Diverse auteurs hebben erop gewezen dat met name immateriële activa veel zogenaamde reële opties bevatten die met een reële optiebenadering dienen te worden gewaardeerd²¹. Denk bijvoorbeeld aan de waardering van een patent. Een onderneming die beschikt over een patent kan deze gebruiken om zelf producten te produceren en op de markt te brengen, maar kan deze ook in licentie geven aan derden. Ook een merk kent ‘optieachtige’ elementen. De eigenaar van een merk kan het gebruik van het merk uitbreiden naar nieuwe producten of nieuwe landen, of in licentie geven aan derden. De hierboven genoemde methoden, zoals de ‘*premium profit*’- of de ‘*relief from royalty*’-methode gaan voorbij aan deze optieachtige elementen. De verwachting is wellicht gerechtvaardigd dat de nieuwe verslaggevingregels met betrekking tot immateriële activa nieuwe ontwikkelingen op het gebied van het waarderen van immateriële activa zullen stimuleren.

7 Slotopmerkingen

De nieuwe IFRS-regels met betrekking tot de goodwill impairment-test zijn door velen met de nodige scepsis ontvangen vanwege het subjectieve karakter van deze test. Uit de bespreking in dit artikel blijkt dat deze scepsis niet ongegrond is. Bij de keuze en concretisering van de te veronderstellen waarderings-situatie bestaan de nodige interpretatiemogelijkheden. Ook zijn geen duidelijke eisen gesteld aan de diepgang waarmee veronderstellingen onderbouwd en beoordeeld dienen te worden.

Deze situatie werkt het ‘meten met verschillende maten’ in de hand en laat daarmee de gebruikers van de jaarrekening in het ongewisse over de betekenis van de impairment-test. De toelichtingsvereisten met betrekking tot de goodwill impairment-test, die onder

de nieuwe IFRS-regels tamelijk ver gaan, bieden op dit punt overigens wel bescherming. De IFRS-regels bepalen dat de belangrijkste veronderstellingen die bij een impairment-test worden gehanteerd, in de jaarrekening dienen te worden vermeld en toegelicht²². In gevallen waar een impairment-test niet heeft geleid tot een afwaardering, maar een reël te achten wijziging van een of meer van de gehanteerde veronderstellingen wel tot een afwaardering zouden leiden, dient een gevoeligheidsanalyse van de impairment-berekening met betrekking tot de betreffende veronderstelling te worden getoond²³.

De toelichtingsvereisten bieden echter onvoldoende compensatie voor het gebrek aan heldere waarderingsrichtlijnen. De realiseerbare waarde hoeft niet te worden vermeld in situaties waarin geen impairment-last wordt getroffen. Alleen veronderstellingen op een vrij hoog aggregatieniveau (bijvoorbeeld de totale omzetgroei en niet de omzet per productgroep) zullen worden getoond. Een oordeel over de redelijkheid van veronderstellingen vergt toegang tot ‘inside-informatie’, welke de gebruikers van de jaarrekeningen uiteraard niet hebben. Het is daarom wenselijk dat er algemeen aanvaarde waarderingsprocedures voor impairment-tests komen. Deze zullen de opstellers van de impairment-test (de ondernemingen), de beoordelaars van de impairment-test (de accountant) en de gebruikers van de jaarrekening meer houvast bieden dan ze thans hebben.

In het kader van de impairment-test onder IFRS zou het initiatief van de ontwikkeling van waarderingsrichtlijnen voor impairment-tests bij de IASB kunnen liggen. Een dergelijk internationaal project zal echter geruime tijd vergen, terwijl de verslaggevingregels met betrekking tot de impairment-test nu reeds van toepassing zijn. Daarom zouden er nu reeds op nationaal niveau nadere voorschriften met betrekking tot waardebepaling in het kader van de impairment-test dienen te worden ontwikkeld. De Raad voor de Jaarverslaggeving zou hierbij bijvoorbeeld het initiatief kunnen nemen, uiteraard met betrokkenheid van ondernemingen, waarderingsdeskundigen, gebruikers en controleurs van jaarrekeningen. ■

Literatuur

- Benninga, S.Z. en O.H. Sarig, (1997), *Corporate Finance, A Valuation Approach*, McGraw-Hill, New York.
- Boer, F.P., (2002), *The Real Options Solution: Finding Total Value in a High Risk World*, Wiley & Sons, New York.
- Brealey, R.A. en S.C. Myers, (2003), *Principles of Corporate Finance*, seventh edition, McGraw-Hill, New York.

- Copeland, T., T. Koller en J. Murrin, (2000), *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, third edition, John Wiley & Sons, New York.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), (2001a), *Statement of Financial Accounting Standards No. 141, Business Combinations*, Norwalk, Connecticut.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), (2001b), *Statement of Financial Accounting Standards No. 142, Goodwill and Other Intangible Assets*, Norwalk, Connecticut.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), (2004), *Project Update: Fair Value Measurement*, website: www.fasb.org/project/fv_measurement.
- Hitchner, J.R., (2003), *Financial Valuation: Application and Models*, Wiley, New York.
- Holterman, W.G.M., (1993), *De waardering van niet genoteerde aandelen, theorie en cases*, academisch proefschrift, Rijksuniversiteit Groningen.
- International Accounting Standards Board (IASB), (2003), *Project update: Business Combinations (Phase II) – Application of the Purchase Method*, Londen.
- International Accounting Standards Board (IASB), (2004a), *IFRS 3, Business Combinations*, Londen.
- International Accounting Standards Board (IASB), (2004b), *IAS 36 Impairment of Assets and IAS 38 Intangible Assets*, Londen.
- Knoops, C.D. en J.H.A. Huij, (2004), Bijzondere waardevermindering van vaste activa: verslag van een empirisch onderzoek van jaarverslagen 2001 en 2002, IN: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 78, nR. 6, pp. 282-292.
- Mard, M.J., J.M. Hitchner, S.D. Hyden en M.L. Zyla, (2002), *Valuation for Financial Reporting, Intangible Assets, goodwill, and impairment analysis, SFAS 141 and 142*, John Wiley, New York.
- Mercer Capital, (2001), *Valuation for Impairment testing*, Peabody Publishing, Memphis, Tennessee.
- Mun, J., (2002), *Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions*, Wiley & Sons, New York.
- Reilly, R.F. en R.P. Schweihs, (1999), *Valuing Intangible Assets*, McGraw-Hill, New York.
- Riedl, E.J., (2003), *An Examination of Long-Lived Asset Impairments*, Harvard NOM Research Paper No. 03-54.
- Smith, G.V. en R.L. Parr, (2000), *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*, John Wiley & Sons, 3rd edition, New York.
- Vergoossen, R.G.A., (2004), Bijzondere waardevermindering van vaste activa in de regelgeving, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 78, nr. 6, pp. 261-268.

Noten

- 1 Zie ook Knoops en Huij (2004), elders in dit themanummer.
- 2 Zie bijvoorbeeld het volgende citaat van P.M. Koster van de Autoriteit Financiële Markten, in zijn rede op de Limpergdag 2003: 'IAS lijkt deze impairment-test vanaf 2005 ook te gaan invoeren. Maar er zitten haken en ogen aan de impairment-test. Deze test hangt af van inschattingen over toekomstige kasstromen en disconteringsvoeten. En die zijn uiterst subjectief.... De toezichthouder kan makkelijker met IAS Europees breed bij soortgelijke bedrijven de motivatie toetsen, wat kan helpen in het blootleggen van vrije interpretaties.'

- 3 Het begrip 'fair value' zal in paragraaf 3 nader worden gedefinieerd.
- 4 Deze 'purchase price allocation' geschiedt alleen voor impairment-doelenden; er vindt geen herwaardering ten behoeve van de balans plaats.
- 5 Deze 'impliciete' goodwill is gelijk aan het saldo van de in stap 1 bepaalde 'fair value' van het bedrijfsonderdeel minus de in stap 2 bepaalde 'fair value' van de netto-activa.
- 6 Het begrip 'realiseerbare waarde' wordt gedefinieerd in paragraaf 3.
- 7 FASB (2001b), alinea 20.
- 8 IASB (2004b), alinea 25-26.
- 9 IASB (2004b), alinea 27.
- 10 Zie voor uiteenlopende en elkaar tegensprekende interpretaties van het begrip 'fair value' onder meer Mercer Capital (2001, hoofdstuk 1) en Mard et al. (2002, p. 22 en verder).
- 11 FASB (2001a, p. 13).
- 12 Dit wordt ook onderkend in de US GAAP-regels omtrent goodwill impairment. Zie FASB 2001a, p. 13 en voetnoot 16, p. 108.
- 13 Zie bijvoorbeeld Holterman (1993), Appendix A.
- 14 Zie bijvoorbeeld Brealey en Myers (2003) en Copeland et al. (2000) voor een beschrijving van de DCF-methode. Benninga et al. (1997, hoofdstuk 10) bevat een goede beschrijving van de 'Market Comparables'-methode. Hitchner (2003) geeft een overzicht van de verschillende methoden.
- 15 Althans voor die situaties waarbij geen bindend verkoopcontract of een actieve markt voor het betreffende bedrijfsonderdeel, bestaat. Zie IASB (2004b, alinea 27).
- 16 Het gaat immers om een inschatting van hoe marktpartijen tot een transactieprijs zullen komen. Aangezien de DCF-methode een algemeen aanvaarde waarderingsmethode is, kan deze dus ook ter bepaling van de 'net selling price' worden gehanteerd.
- 17 Deze neiging tot conservatisme is ook terug te vinden in de voorschriften met betrekking tot de restwaarde in IASCF, 2004b, alinea 33c. Daarin wordt gesteld dat de groeivoet van de kasstromen na de expliciete prognoseperiode nihil of negatief is, tenzij op basis van objectieve informatie het tegendeel kan worden aangetoond.
- 18 US GAAP kent wel een afzonderlijke standaard voor de impairment-test op materiële activa, SFAS 144.
- 19 Zie IASB Update, November 2003, Measuring Value in Use.
- 20 Zie voor een nadere beschrijving van deze methoden onder meer Mard et al. (2002), Reilly en Schweihs (1999) en Smith en Parr (2000).
- 21 Zie bijvoorbeeld Boer (2002) en Mun (2002).
- 22 IASB (2004b, alinea 134-135).
- 23 Vermeld dient te worden met hoeveel procent een veronderstelling dient te worden aangepast totdat de realiseerbare waarde gelijk is aan de boekwaarde. Zie IASB (2004b, alinea 134f en 135f).