



## Grenzen aan marktwaarde

**Auteur(s):**

Wolters, M.

*Werkzaam bij de Directie Financiële Markten van het ministerie van Financiën. Met dank aan diverse collega's voor commentaar, in het bijzonder Odile Nijenhuis.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4326, pagina 743, 28 september 2001

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

accountancy

*De roep om meer marktconforme verslaggeving neemt toe. Er zitten echter haken en ogen aan een volledige waardering tegen marktwaarde.*

**De boekwaarde van het eigen vermogen van een onderneming kan in de praktijk fors afwijken van de beurs- ofwel de marktwaarde van het eigen vermogen. Via enkele boekhoudkundige aanpassingen kan echter tot een volledige waardering op marktwaarde in de balans worden gekomen. Dit geeft meer inzage in de feitelijke financiële positie van een onderneming. De roep om meer marktconforme verslaggeving neemt, met name onder druk van (grote) beleggers, dan ook toe. De International Accounting Standards Board (IASB) is reeds de weg van de marktwaarde ingeslagen. Deze ontwikkeling kan worden aangemoedigd, maar betekent nog niet dat in de balans van een onderneming de volledige marktwaarde naar voren zou moeten komen.**

In dit artikel wordt eerst stilgestaan bij enkele kenmerken van de huidige boekhoudkundige waardebeoordeling. Deze wordt vergeleken met de wijze van waardering tegen marktwaarde. Vervolgens wordt ingegaan op de redenen voor de divergentie tussen beide waarderingmethoden en wordt bezien op welke wijze het verschil kan worden overbrugd. Tot slot komen enkele haken en ogen aan het overgaan op volledige marktwaarde aan de orde.

### Waardebepaling van een onderneming

De waarde van een onderneming kan op diverse wijzen worden bepaald. In dit artikel wordt onderscheid gemaakt naar de huidige gangbare boekhoudkundige wijze van waardebeoordeling en de waardering tegen marktwaarde. [tabel 1](#) geeft een overzicht van kenmerken van beide methoden.

**Tabel 1. Kenmerken waardering tegen boekwaarde en marktwaarde.**

	boekwaarde (veelal historische kostprijs)	marktwaarde (fair value)
kenmerk	retrospectief	prospectief
waarden op de balans	(veelal) historisch bepaald	waarde in economisch verkeer
doorslaggevende factor realisatie	betrouwbaarheid/voorzichtigheid wel van toepassing	relevantie niet van toepassing
winst nemen bij ongerealiseerde winsten	verkooptransacties niet in resultaat	waardeveranderingen wel in resultaat
volatiliteit resultaat	beperkt	sterk
resultaat komt primair tot stand in	verlies- en winstrekening	balans

### Boekhoudkundig

Bij de boekhoudkundige methode van waardebeoordeling weerspiegelt de totale balanswaarde de waarde van de onderneming. Het saldo van de balanswaarde en het vreemd vermogen is het (boekhoudkundig) eigen vermogen. Ten behoeve van de vergelijkbaarheid bij het vaststellen van de boekhoudkundige waarde van een onderneming zijn waarderingmethodieken afgesproken. De belangrijkste zijn de historische kostprijs en de vervangingswaarde. Voor bepaalde balansposten is waardering tegen marktwaarde mogelijk<sup>1</sup>.

Belangrijke uitgangspunten bij deze waarderingsmethodieken zijn het voorzichtigheids- en realisatiebeginsel. Op grond van beide beginselen dienen zaken objectief en betrouwbaar meetbaar te zijn alvorens deze aan de activazijde als bezitting op de balans mogen worden getoond, dan wel in de winst tot uitdrukking mogen worden gebracht. Kenmerk van de boekhoudkundige waardering is het retrospectieve karakter; gerealiseerde transacties en verplichtingen uit het verleden zijn relevant. Hierdoor biedt de balans onvoldoende inzicht in het toekomstige winstgenererende vermogen en komen de risico's (maar ook de kansen) van een onderneming niet altijd goed naar voren.

### Marktwaarde

Bij waardering van een onderneming tegen marktwaarde is het eigen vermogen (inclusief reserves) op de balans gelijk aan de marktwaarde van de aandelen, ofwel de beurswaarde. In een efficiënte markt wordt de marktwaarde van een onderneming geacht een betrouwbare weergave te zijn van de netto contante waarde van haar verwachte toekomstige kasstromen. De netto contante waarde methode houdt expliciet rekening met alle relevante elementen die invloed uitoefenen op de waarde. Hierdoor wordt inzicht verkregen in de 'succesfactoren', maar ook in de risico's van een onderneming.

Alle relevante balansposten van een onderneming worden in deze benadering op marktwaarde (waarde in het economisch verkeer; prijs in de markt dan wel netto contante waarde) gewaardeerd. Waarderen tegen marktwaarde is - in tegenstelling tot de gangbare boekhoudkundige methoden - toekomstgericht en geeft veel beter inzicht in de daadwerkelijke financiële positie van een onderneming. Wel kunnen waardeveranderingen op de balans leiden tot grote fluctuaties in waarde dan wel resultaat, die tonen van welke risico's een onderneming zich bewust moet zijn.

### Het inkomensbegrip

Het economische inkomensbegrip vloeit voort uit de netto contante waarde methode en is dus gebaseerd op toekomstverwachtingen. Het gaat niet, zoals het boekhoudkundige inkomensbegrip uit van realisatie van transacties, maar leidt het inkomen af uit het verschil in waarde van het eigen vermogen aan het begin en eind van een periode. Bij de gangbare boekhoudkundige inkomensbepaling neemt de winst- en verliesrekening een belangrijke positie in. Bij waardering op marktwaarde ligt de nadruk op waardeveranderingen in de balans en wordt daarvan de winst- en verliesrekening afgeleid.

## Oorzaken divergentie

### Weerspiegeling van marktwaarde

De huidige boekhoudkundige waarderingswijze leidt tot een verschil tussen marktwaarde en boekwaarde van de onderneming. Te denken valt hierbij aan de waardering van vaste activa, zoals gebouwen, die vaak tegen de historische kostprijs plaatsvindt. Hieruit vloeit voort dat het moment van aankoop de waarde bepaalt; een recentelijk gekocht gebouw is meer waard dan een oud (afgeschreven) gebouw. Dergelijke waarderingswijzen kunnen tot gevolg hebben dat er aanzienlijke stille reserves zijn. De marktwaarde van activa kan dan ook vele malen hoger zijn dan de waarde op de balans.

### Immateriële activa

Hiernaast is een reden voor het verschil in markt- en boekwaarde dat niet alle economisch van belang zijnde activa en passiva op de balans staan. Het betreft met name immateriële activa. Onderzoek en ontwikkelingskosten en merken, alsmede een moeilijker separaat te identificeren waardecomponent van de onderneming (intern gegenereerde goodwill), kunnen belangrijk zijn voor de marktwaarde van een bedrijf. Activering van immateriële activa is echter slechts in beperkte mate toegestaan. Uitgangspunten zijn onder meer dat (i) het actief identificeerbaar en separeerbaar is en (ii) de waarde betrouwbaar kan worden vastgesteld. Vandaar dat voornamelijk bepaalde extern verkregen activa, zoals gekochte intellectuele eigendom en bij overname verkregen goodwill, voor activering in aanmerking komen. Gangbaar is dat activering van deze immateriële activa plaatsvindt tegen verkrijgingsprijs minus afschrijvingen<sup>2</sup>. Voor zaken als intern opgebouwde goodwill is activering momenteel niet aan de orde.

## Marktwaardebalans

In het algemeen geldt dat het verschil tussen de markt- en boekwaarde van een onderneming wordt veroorzaakt door het veelal voorzichtige en retrospectieve karakter van de huidige boekhoudkundige regels. Het waardeverschil kan worden beëindigd door op een meer economische (prospectieve) manier met de jaarrekening om te gaan. Dit impliceert onder meer dat alle balansposten tegen marktwaarde worden gewaardeerd.

Tevens dient gekochte goodwill tegen marktwaarde te worden geactiveerd en pas te worden afgeschreven indien de waarde daadwerkelijk is gedaan. Meer in het algemeen zouden alle afzonderlijk identificeerbare immateriële activa en passiva tegen marktwaarde in de balans moeten worden opgenomen.

De sluitpost wordt gevormd door intern gegenereerde goodwill (positief of negatief). Niet af te zonderen immateriële activa komen op deze wijze ook op de balans. Een volledige marktwaardebalans ziet er dan uit zoals in [tabel 2](#).

**Tabel 2. Marktwaardebalans in vergelijking bij huidige waardering**

activa		balans		passiva	
vaste activa	marktwaarde (nu historische kosten)	eigen vermogen	marktwaarde	marktwaarde	(nu: nominale waarde)

<i>vlottende activa</i>	marktwaarde (nu: vervangingswaarde)	<i>voorzieningen</i>	marktwaarde (nu: voorzichtig)
<i>immateriële activa</i>	activeren (nu: nauwelijks op balans)	<i>vreemd vermogen</i>	marktwaarde (nu: nominale waarde)
<i>interne goodwill</i>	positief saldo (nu: niet op balans)	<i>interne goodwill</i>	negatief saldo (nu: niet op balans)
	----- balanstotaal actief		----- balanstotaal passief

Bronnen: J.G. Groeneveld, Marktwaarde, in: M.N. Hoogendoorn e.a., *Externe verslaggeving: theorie en praktijk*, DELWEL uitgeverij bv, Den Haag, 1995, en voetnoot 2.

De meer prospectieve wijze van waardering tegen marktwaarde sluit aan bij het doel van de jaarrekening, te weten het geven van een getrouw beeld van de financiële positie van een onderneming voor belanghebbenden. Daarvoor zijn toekomstverwachtingen veelal relevanter dan uitwijdingen over prestatie in het verleden.

Het opnemen van marktwaarde in de balans past tevens binnen een corporate governance-systeem waarbij het creëren van aandeelhouderswaarde van belang is. Dit systeem krijgt vanuit de Angelsaksische landen, onder druk van grote institutionele beleggers, ook steeds meer wereldwijd voet aan de grond. Daarbij past dat aandeelhouders kunnen beoordelen of en waar een onderneming waarde creëert.

### *Grenzen aan volledige marktwaardebalans*

Via waardering tegen marktwaarde wordt een realistischer beeld van de financiële situatie van ondernemingen gegeven, hetgeen aansluit bij de toenemende transparantie-eisen op financiële markt-en. De volledige marktwaarde- benadering kent echter enkele kanttekeningen.

Ten eerste zal het op marktwaarde waarden van activa en passiva niet altijd even makkelijk zijn. Indien een marktprijs ontbreekt, kan het toerekenen van verwachte kasstromen aan balansposten een complexe bezigheid zijn. Dit, evenals de benodigde onderlinge vergelijkbaarheid, maken het nodig dat adequate internationale standaarden voor de wijze van waardebepalings worden vastgesteld.

Tevens geldt dat de beurswaarde niet altijd een goede graadmeter is voor de (netto contante) waarde van een onderneming. De beurswaarde komt namelijk, vanwege onder andere marktsentimenten of asymmetrische informatie niet altijd even efficiënt tot stand <sup>3</sup>.

Daarnaast is het niet altijd verstandig om ongerealiseerde waardevermeerderingen voor uitkering aan de aandeelhouders te bestemmen. Een periode later kan de waardevermeerdering door marktomstandigheden zijn omgeslagen in een waardevermindering en geld terughalen van aandeelhouders is niet zo eenvoudig. Een alternatief is het aanleggen van een reserve.

Ook bij het volledig activeren van alle immateriële activa kunnen vraagtekens worden gezet. De verslaggevingsregels ten aanzien van deze activering zijn restrictief. Juist wanneer het minder goed gaat met een onderneming bestaat immers de neiging om zaken die een subjectief karakter hebben rooskleuriger voor te spiegelen. Gezien de toenemende kennisintensiteit kan wel worden overwogen in het jaarverslag informatie op te nemen over het intellectueel kapitaal <sup>4</sup>.

Het bovenstaande pleit voor een marktwaardebenadering waarin zoveel mogelijk identificeerbare activa en passiva tegen marktwaarde op de balans worden opgenomen, teneinde een zo realistisch mogelijk beeld te geven van de financiële situatie. Voor zover grondslagen voor de wijze van (markt)waardebepaling zijn afgesproken, kunnen posten op de balans worden opgenomen.

### **Internationale context**

In internationale context is duidelijk een trend gaande richting rapporteren tegen marktwaarde. Vooralnog schrijven de International Accounting Standards (IAS) alleen bij transacties bestemde financiële instrumenten marktwaarde voor (ias 39). De IASB gaat nu bezien in hoeverre ook andere balansposten tegen marktwaarde kunnen worden gewaardeerd <sup>5</sup>. Daarbij wordt ook aandacht besteed aan de vraag hoe met wijzigingen in de waarde van activa en passiva moet worden omgegaan in de verantwoording. Of en hoe dergelijke waardeveranderingen het eigen vermogen dan wel het resultaat van een onderneming zullen beïnvloeden is nog onderwerp van discussie. In elk geval laat het zich aanzien dat de marktwaardebenadering niet zover wordt doorgetrokken dat de beurskoers wordt gehanteerd bij bepaling van de waarde van het eigen vermogen op de balans. Ook blijft men in internationaal verband (vooralnog) vasthouden aan het uitgangspunt dat bij waardering van activa sprake moet zijn van afzonderlijk objectief identificeerbare zaken.

De uitkomst van de discussie in IASB-verband zal van grote invloed zijn, aangezien de Europese Commissie alle Europese beursgenoteerde ondernemingen uiterlijk in 2005 volgens de IAS-regels wil laten rapporteren <sup>6</sup>.

### **Conclusie**

Het getrouwe beeld dat de jaarrekening dient te geven van de financiële situatie van een onderneming zou gebaat zijn bij een meer realistisch inzicht in de balans en resultaten. Ook de steeds nadrukkelijker aanwezige aandeelhouders op kapitaal-markten dwingen tot een adequate informatieverstrekking. In dit licht verbaast het dan ook niet dat in internationaal verband een trend richting waardering tegen marktwaarde gaande is. Aan een volledige waardering tegen marktwaarde zitten echter enkele haken en ogen. Zo vloeit hieruit voort dat ook niet of nauwelijks te identificeren waardecomponenten een plaats op de balans zouden krijgen. Dit terwijl met het hanteren van de beurswaarde als maatstaf voor het eigen vermogen zaken als 'beurssentimenten' aanzienlijke invloed kunnen gaan uitoefenen. Het is de vraag of hiermee het getrouwe beeld dat de jaarrekening beoogt te geven, gediend is. Het nastreven van waardering van zoveel mogelijk identificeerbare activa tegen marktwaarde is een mooi (voorlopig) doel

---

**1** Financiële instrumenten mogen op marktwaarde worden gewaardeerd indien deze worden verhandeld op een openbare beurs waar dagelijks een marktprijs tot stand komt.

**2** Het was in Nederland lange tijd gebruikelijk verkregen goodwill direct van het eigen vermogen af te boeken. Dit vormde ook een oorzaak voor het verschil tussen markt- en boekwaarde. Zie ook M.N. Hoogendoorn en S.M.M. de Bruijn, De kloof tussen aandeelhouderswaarde en eigen vermogen: omvang, oorzaken en oplossingen, *Tijdschrift voor Bedrijfs-administratie*, 104e jaargang, juni 2000, nummer 1233.

**3** Zie O.W. Steenbeek en M.A. van Vliet, Waarde en prijs van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, november 2000.

**4** P.G.M.C. Vergauwen en S.N. Vandemaele, Accounting in de 'nieuwe economie'; op zoek naar een relevantere berichtgeving?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, april 2001.

**5** R. Vergoossen, IASC-board draagt werkzaamheden over aan IASB, *De Accountant*, nr. 9 mei 2001.

**6** Zie ook Commission of the European Communities, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the application of international accounting standards*, Brussel, 13 februari 2001, COM(2001) 80 final.