

Enkele bezwaren van de toepassing van fair value

Joost Groeneveld

Een beschouwing over 'fair value' komt niet uit de lucht vallen op een moment dat blijkt dat fair value (prijs) een 'cover up' is voor ontbrekende waarde. Dat was in het geval van de subprime-leningen en daarvan afgeleide instrumenten niet een kwestie van volatiliteit, maar van grove onderschatting van risicofactoren die ten laste van de economische waarde zouden moeten zijn gebracht. De markt keek niet verder dan haar prijs hoog was. En bij 'fair value' hoeft dat ook niet. Want zo werkt 'fair value' nu eenmaal.

OPLOPENDE MARKTPRIJZEN (effecten; onroerend goed) hebben de fair values aardig opgestuwd. Instortende prijzen duwen ondernemingen nu in het rood. Dat gebeurt ook als daar 'niets' aan de hand is. Zie hier de relatie met de 'reële' economie.

'Fair value' is in wezen een misleidend begrip. Zuiver, eerlijk, mooi, echt. En dan in combinatie met value in Nederland vertaald als reële waarde¹. Dat wordt al gauw DE reële waarde². Het zou impliceren dat 'fair value' de enige echte reële waarde is met uitsluiting van alle andere waarden. En dat is onjuist. Want wat is waarde?

Economische waarden

Economische waarde is de betekenis op een bepaald moment van een bepaald object voor een bepaald subject. Betekenissen zijn er vele en daarom zijn er veel economische waarden. In financiële economie wordt een belangrijke beperking aangebracht. Met abstractie van alle andere betekenissen gaat het in financiële economie om de betekenis van de verwachte geldstromen die een bepaald subject op een bepaald moment aan een bepaald object toekent. Ook deze betekenis wordt in financiële termen tot uitdrukking gebracht.

Uitdrukking financieel-economische waarde

De financiële uitdrukking van financieel-economische waarde (de hoogte van een bedrag) is afhankelijk van de verwachting die een bepaald subject ten aanzien van het bepaalde object op een bepaald moment heeft en van het risico/onzekerheid daaromtrent. Doordat die verwachtingen van subject tot subject kunnen verschillen, is de hoogte van het bedrag subject-gebonden. Om

'Prijzen zeggen niet zoveel over economische waarde.'

deze reden wordt economische waarde wel eens subjectief genoemd. Doordat de betekenis afhankelijk is van de oordeelsvorming door het subject en afhankelijk is van de (zich wijzigende) omstandigheden (situatie) waarin het subject verkeert, is economische waarde van tijdstip tot tijdstip vatbaar voor verandering. In het algemeen is die beweeglijkheid zo beperkt dat een eenmaal bepaalde economische waarde gedurende een relevante periode haar geldigheid behoudt. Maar veranderingen kunnen zeer snel gaan.

Transacties

In de economie worden waardeverschillen gecreëerd en geëxploiteerd. Bepaalde objecten met voor verschillende subjecten op een bepaald moment gelijke waarde zullen tussen die subjecten niet tot transacties leiden. In dat geval kan geen van de desbetreffende subjecten daarin een voordeel ontdekken. Transacties vinden plaats tussen subjecten met een verschillende waardering.

Een koper zal een bepaald object op een zeker moment meer waard vinden dan een verkoper. De verkoper ziet in de alternatieve bestemming van de opbrengst meer waarde dan in het te verkopen object. Koper en verkoper kunnen op grond van ieders eigen waardebeoordeling en op grond van de informatie die zij over hun tegenpartij hebben tot een prijs komen die voor beiden een voordeel inhoudt. Die voordelen kunnen zeer ongelijk zijn. De prijs is de tegenprestatie waarover de betrokken partij en het eens zijn.

Verschil tussen prijs en waarde

Prijs en waarde zijn niet alleen qua hoogte verschillend, maar ook begripsmatig. Het is daarom verraderlijk om uit prijzen economische waarden af te leiden. In principe is dat niet mogelijk. Het bekende grapje bij een transactie is dat zodra de prijs is beklonken, de verkoper meedeelt dat het op grond van zijn waardebeoordeling wel goedkoper had gekund, waarna de koper vertelt dat hij graag op grond van zijn waardering veel meer zou hebben betaald.

Prijzen zeggen niet zoveel over economische waarde. Toch wordt 'fair value' door IASC gedefinieerd in een prijs: 'the amount for which an asset could be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction' (IAS 39.9).

De regelgever is zich bewust van het verschil tussen economische waarde en 'fair value'. Het volgende citaat van het 'Global Public Policy Committee'³ spreekt boekdelen:

'Some may argue that market pricing is irrational and that entities should instead default to a model-based measurement that is based on the economic 'fundamentals' of the financial instrument. However, such an approach would not be consistent with IAS 39, as it would not reflect current market conditions and the price at which market participants would currently transact.'

Met de definitie in IAS 39 is 'fair value' een 'exit value'. Een bezwaar hiervan is dat het een exit betreft die vaak helemaal niet wordt overwogen, niet zal worden gemaakt en ook niet zonder meer kan worden gemaakt. Voor bedrijfsgebonden middelen kan geen afzonderlijke exit worden gerealiseerd. De optelsom van exit values schept een illusie. De realisatie van bedrijfsgebonden exit values – voor zover mogelijk – brengt kosten met zich die hoog kunnen oplopen.

Voorbeeld

Een transportonderneming heeft onroerend goed in eigendom. De boekwaarde daarvan bedraagt € 1,5 mln. Wellicht bedraagt de stille reserve € 0,5 mln. De waarde zou zijn € 2 mln. Omdat de onderneming geen winst maakt, zou volgens een belanghebbende partij en diens adviseur de waarde van de onderneming € 2 mln bedragen. Laten we ervan uitgaan dat dit ook de 'fair value' is. Om deze 'fair value' te realiseren, moet het onroerend goed worden verkocht. Uitgaande van het bedrijfsgebonden karakter daarvan moet overeenkomstig vervangend onroerend goed worden verworven, óf de onderneming moet worden beëindigd. Dat zou afvloeiingskosten teweeg brengen van nagenoeg € 2 mln. Er zou vrijwel niets overblijven. Kortom, de onderneming is ondanks deze 'fair value' vrijwel niets waard.

'Could be exchanged', schrijft IAS 39, dus: zou kunnen worden geruild. In een perfecte markt is de schatting van de nu haalbare prijs zonder complicatie. De zojuist genoteerde prijs is daar een betrouwbare indicatie van de zo dadelijk te noteren prijs. Maar niet veel markten zijn perfect. Goederen en diensten zijn vaak niet homogeen; de toegang tot de markt is beperkt en brengt kosten met zich; de markten zijn niet altijd erg efficiënt; individuele partijen kunnen van invloed zijn op de prijsvorming. Fair value krijgt dan een min of meer hypothetisch karakter.

Waarde ongelijk aan prijs

Het neemt niet weg dat voor verschillende gestandaardiseerde financiële instrumenten markten zijn ontwikkeld die wél aan de eerstgenoemde vereisten van homogeniteit en toegang voldoen. Wellicht mede daardoor zijn er ook partijen werkzaam die niet goed zijn geïnformeerd, terwijl anderzijds grote partijen met een informatievoorsprong (bijvoorbeeld 10 minuten) wezenlijk invloed hebben op de prijsvorming. Van zulke complicaties wordt geabstraheerd wanneer – zoals voor 'fair value' – toch de koersvorming als uitgangspunt bij uitstek voor waardebepaling wordt genomen. Samengevat: waarde is niet gelijk aan prijs en de markt is imperfect. Beleggers zijn te groot in verhouding tot onze effectenbeurzen die te klein zijn. Zij zijn oorzaak van volatiliteit. Hun optreden in de markt genereert een risico dat vreemd is aan een perfecte markt. Dit risico is – zeker als met bèta's⁴ wordt gerekend – in de prijsvorming verwerkt. Het staat los van de economische waarde van het eigen vermogen in de onderliggende onderneming.

Kracht van het gerucht

Beleggers kijken niet (alleen) naar de onderliggende waarden maar (ook) naar elkaar. Dat laatste kan worden aangeduid als psychologie van de markt, als technische analyse en ook wel eens als 'the greater fool'. Het gerucht blijkt een scherp wapen te zijn. Het overnamegerucht heeft in het algemeen een positieve invloed op de koers. Geruchten over onvoldoende liquiditeit hebben een tegengesteld effect. De volatiliteit die hiervan het gevolg is, wordt als zodanig – zeker als met bèta's wordt

gerekend – in de koersvorming tot uitdrukking wordt gebracht. Het is duidelijk dat een beurskoers aanzienlijk kan afwijken van de economische waarde (going concern; stand alone) van het eigen vermogen in de onderliggende onderneming. Hetzelfde geldt voor de 'fair value' die op een beurskoers is gebaseerd.

Vraag om fair value

De zegetocht van 'fair value' startte in de jaren negentig. Marktwaaarde leek een goed alternatief te zijn voor de in die tijd 'nieuwe' financiële instrumenten die nog op basis van historische prijzen moesten worden geboekt. Fair value kreeg de wind in de zeilen toen de beurskoersen (IT-bubble) hoog opliepen en de boekwaarden daarbij vaak ver achterbleven. De vraag naar 'reliability or relevance' van jaarrekeningen werd nog in het voordeel van reliability beantwoord. In het kader van relevance werd een 'value gap' waargenomen tussen boekwaarde en beurswaarde. Door ruimere activeringsmogelijkheden en toepassing van de vaak hogere 'fair value' werd de kloof min of meer gedempt.

Verankering in Besluit Actuele Waarde

In Nederland heeft 'fair value' vaste grond onder de voet gekregen in het Besluit Actuele Waarde (2005)⁵. Ter Hoeven⁶ schrijft hierover het volgende. 'De Nederlandse wetgever heeft besloten ... de toepassing van actuele waarde niet meer te beperken tot bepaalde soorten activa maar open te stellen voor alle soorten activa en verplichtingen. ... Het valt op dat niet de term fair value wordt gebruikt maar dat wordt vastgehouden aan het begrip actuele waarde, ook waar het gaat om de waardering van financiële instrumenten'. En Ter Hoeven vervolgt: 'Het besluit noemt als verschijningsvormen van actuele waarde de waardebegrippen marktwaaarde, opbrengstwaarde, bedrijfswaarde en vervangingswaarde. ... De marktwaaarde wordt gedefinieerd als het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld of een passief kan worden afgewikkeld tussen ter zake goed geïnformeerde partijen die tot een transactie bereid zijn en onafhankelijk van elkaar zijn.' Het is niet moeilijk om het met

Ter Hoeven eens te zijn dat deze definitie – zoals hij schrijft – naadloos aansluit bij de definitie van de IASB en de RJ van het begrip reële waarde (= fair value).

Fair value ter discussie

Geholpen door de negatieve ontwikkelingen op de beurzen kon de door fair value nieuw-verworven boekwaarde al gauw door impairment-bepalingen worden bedreigd. Inmiddels (2 oktober 2008) wordt in een statement van de Canadian Accounting Standards Board⁷ de volgende vraag gesteld, en op rethorische wijze beantwoord:

‘In times of financial crisis, it is natural to ask: ‘What went wrong?’ Some people blame the current crisis on the increased use of fair value accounting for financial instruments. Yes, measuring fair value in turbulent times can be very difficult, but the huge swings in market prices reflect the reality of the marketplace. Do we really want financial statements based on managements’ guess as to what market prices might be in ‘normal’ conditions at some point in the future? There is a growing realization that the accounting requirements are not to blame. Fair value accounting tells investors and the public ‘the way it is’.

Als deze ‘way’ wordt gevolgd, en dat kan, wordt niet de economische waarde van de onderliggende onderneming gevolgd maar de prijs van het aandeel met alle vertekeningen van dien. Een onvervalste exit value, waarvan we weten dat de realisatie niet zal plaatsvinden. Dat was indertijd met Chambers al een bezwaar tegen exit values⁸. Op deze weg

blijken onwelgevallige afboekingen te liggen die niet passen in het continuïteitsconcept dat in het algemeen in jaarrekeningen wordt aangehouden.

Voorbeeld

Al weer bijna 20 jaar geleden meldde *NRC Handelsblad* dat het Empire State Building te koop was ‘voor nog geen tiende van zijn waarde. ... De vraagprijs ligt volgens handelaren rond de 100 miljoen gulden, terwijl de waarde op 1,2 tot 1,6 miljard gulden wordt geschat’. Hoe hoog zou hier de ‘fair value’ zijn geweest?

Toen impairment-afschrijvingen materieel werden, werd voorgesteld de beurskoers niet zonder meer te volgen, maar daarin wat afstand te houden. Recentelijk zijn er voorstellen ‘to ditch fair value’: in de Verenigde Staten is de Republican Study Committee van mening dat ‘it would be better to mark assets to their ‘true economic value’ rather than according to values derived from a ‘short term mania’.

‘Historische prijzen scoren in het algemeen een stuk beter.’

Schaduwzijden

Een aantal schaduwzijden van ‘fair value’ in de jaarrekening is hiermee genoemd. De belangrijkste is dat haar benaming als fair value de indruk wekt dat het om waarde gaat die binnen het kader van een going concern relevant is. Dat is een belangrijke inconsistentie: exit value versus

continuïteit. Die relevantie wordt niet bereikt en erger: reliability is niet meer wat het was. Het houvast dat het realisatiebeginsel op basis van historische prijzen bood, is met de toepassing van ‘fair value’ verloren gegaan.

Ons systeem van dubbel boekhouden is in wezen een registratiesysteem van gerealiseerde geldstromen en goederenstromen. Dat is aangevuld met gedachten aan voorzichtigheid en voorziening en geënt op veronderstelde continuïteit. Met een eigen vermogen als restpost kan en moet iedereen weten dat het in de jaarrekening niet om economische waarde gaat, maar om accounting van gerealiseerde geldstromen voor zover deze recoverable worden geacht. ‘Fair value’ is nog steeds een accounting-begrip, maar niet een accounting-begrip dat is gebaseerd op de gefixeerde historische entry value maar op een volatiele exit value. En wat doet accounting met al die volatilititeit? In economie is dat risico en indien relevant, komt dat terecht in vermogenskostenvoeten. In accounting wordt zij toegerekend aan het resultaat en vermogen.

Wat ‘fair value’ in de jaarrekening oplevert

De oogst van ‘fair value’ in de jaarrekening kan als volgt worden samengevat:

- minder transparantie (complex begrip; misleidende naam);
- inconsistentie (in het kader van going concern);
- irrelevantie (er is vaak geen exit-strategie);
- niet gerealiseerd (genoteerde marktprijzen zijn een indicatie);
- minder reliability (geen marktperfectie; min of meer hypothetisch);
- volatilititeit in resultaat en vermogen (prijs = waarde);
- en toch ook geen economische waarde.

Historische prijzen scoren in het algemeen een stuk beter. **An**

Drs. J.G. Groeneveld
RA RV, directeur
Wingman Business
Valuators B.V.
Breda/Bilthoven/
Leidschendam



1 “... het ruimere begrip ‘fair value’ ofwel reële waarde.” E. Eeftink en D. Korf, *Beleggingsinstellingen en participatiemaatschappijen*, in: *Externe verslaggeving in theorie en praktijk*, Red: M.N. Hoogendoorn, J. Klaassen en F. Krens, 2e druk, Delwel 1997, blz. 975.

2 “De reële waarde (‘fair value’) wordt door IASC gedefinieerd als ...”, *ibidem* E. Eeftink en D. Korf

3 Hierin hebben vertegenwoordigers van de zes grootste wereldwijde netwerken zitting. Het heeft vorig jaar december een paper gepubliceerd over de waardering op basis van fair value bij toepassing van IFRS in het licht van de huidige kredietcrisis.

4 Een bèta is een statistische maatstaf voor relatieve volatilititeit.

5 Besluit van 14 juni 2005, houdende regels over de inhoud, de grenzen en de wijze van toepassing in de jaarrekening van waardering tegen actuele waarde.

6 Hoeven, R.L. ter, *De zin en onzin van fair value in de jaarrekening*, Rede in verkorte vorm uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van hoogleraar Externe Verslaggeving aan de Rijksuniversiteit Groningen op 20 juni 2006.

7 Cherry, Paul, Chair Canadian Accounting Standards Board, 2 oktober 2008

8 “Diewert, W. Erwin, *The measurement of business capital, income and performance*, 2005

9 Jetuah, David, US plan to ditch fair value “shoots the messenger”, *Accountancy Age*, 1 Oct 2008