

# Waardering op marktwaarde ligt helemaal niet zo voor de hand!

**Mark-to-market, toepassing van marktwaarde bij waarderingen in de jaarrekening, is een conventional wisdom: een opvatting die ons mooi van pas komt en daarom vrij algemeen wordt aanvaard. Maar leidt marktwaarde altijd tot een faire waardering? Antwoord: wel als aan een aantal voorwaarden is voldaan. Maar markten voldoen vaak niet aan die voorwaarden.**

*Sybren Kalkman*

Daarom kan in elk afzonderlijk geval marktwaarde alleen worden toegepast als is onderzocht of de marktprijs fair is en aan de voorwaarden is voldaan. Dat onderzoek blijft vaak achterwege en dat is onjuist.

## Fair value?

Een van de belangrijkste redenen om marktwaarde als vanzelf *fair* te noemen is de veronderstelling dat markten tenderen naar evenwicht. 'De markt heeft altijd gelijk.' Dat is misschien waar voor een volkomen markt. Daar handelt een groot aantal vragers en aanbieders: goed geïnformeerde, deskundige, rationeel handelende partijen die niet op een andere wijze worden beperkt, en die geen van alle een overwegende invloed op de markt kunnen uitoefenen. Ze komen gezamenlijk tot een evenwichtsprijs waar aanbod en vraag aan elkaar gelijk zijn.

**'De beurskoers is gebaseerd op een beperkt aantal transacties die bijvoorbeeld maar een tienduizendste deel van het aantal aandelen betreffen.'**

Maar die veronderstellingen zijn alleen van toepassing in stabiele markten, waar een koper een bepaald goed echt wil hebben en een verkoper dat goed echt kwijt wil. In werkelijkheid kennen veel financiële (en andere) markten een sterk speculatief element: kopers kopen omdat ze denken dat de markt omhoog zal gaan. Ze kopen alleen om winst te maken door tijdig weer te verkopen en niet om het gekochte te gaan gebruiken. Speculatieve kopers en verkopers zijn nauwelijks geïnteresseerd in de werkelijke waarde van een goed: ze waarderen hun kansen.

Bovendien verkopen verkopers soms omdat ze moeten, bijvoorbeeld omdat hun financiers eisen stellen, ondanks het vertrouwen dat ze hebben in een toekomstige prijsstijging. Ze zijn dus wel degelijk 'op een andere wijze beperkt'.

## Kunstmatig

Ook aan de voorwaarde dat er geen partij met een overwegende invloed is, wordt in de moderne economie als regel niet voldaan: er zijn vrijwel steeds partijen die individueel of collectief een overwegende invloed op de markt uitoefenen, bijvoorbeeld bij een oligopolie. Dat kan ook zonder dat ze op die markt kopen of verkopen. Denk aan de overheden, die met een enkel besluit over wijziging van de rente of de kapitaalvereisten aan de banken wezenlijke invloed op de vragers en aanbieders in de markt uitoefenen, waardoor die allemaal op het zelfde moment willen kopen of verkopen zonder dat de oorzaak bij het te verhandelen goed zelf ligt.

Een voorbeeld is ook de op dit moment door overheid en centrale banken kunstmatig laag gehouden rente, met als doel de economie te versterken. Gevolg is dat de prijzen van aandelen en obligaties kunstmatig hoog zijn en de marktrente kunstmatig laag is. Die rente is dus helemaal niet de uitkomst van het spel in een vrije markt.

**'Marktwaarde is niet anders dan een samenvatting van subjectieve verwachtingen van een kleine minderheid van vragers en bieders.'**

Daarmee is ook de dekkingsgraad van pensioenfondsen kunstmatig laag. Die dekkingsgraad is dus voor een flink deel niet door de fondsen te beïnvloeden en geeft nauwelijks een aanwijzing hoe het op lange termijn met een fonds zal gaan. Toch is die lage dekkingsgraad aanleiding voor het korten van pensioendeelnemers en pleiten accountants voor toepassing van marktrente bij de waardering van pensioenverplichtingen.

## Waarom beslist een kleine minderheid?

De markt die nog het dichtste komt bij de veronderstelling van een volkomen markt is die voor aandelen. Dus als er ergens faire waarderingen tot stand komen is dat op de beurs, toch? Nee, dat is niet zo.

We zien, dat die beurskoers vaak tot stand komt op grond van een beperkt aantal transacties, die bijvoorbeeld maar een tienduizendste deel van het aantal uitstaande aandelen betreffen. Verreweg de meeste potentiële verkopers willen een hogere prijs en verreweg de meeste potentiële kopers vinden een lagere prijs mooi genoeg. De marktprijs is dus slechts de prijs van die heel kleine minderheid waarmee een transactie tot stand is gekomen, de overgrote meerderheid heeft een andere waarde in gedachten. We noemen de prijs van die minderheid soms heel suggestief 'evenwichtsprijs', maar of die een gemiddelde van meningen is weten we niet.

Waarom zouden we onze beleggingen moeten waarderen op de mening van een heel kleine groep terwijl we er zelf heel anders over denken? Juist in een volkomen markt waar de veronderstelling is dat we alle preferenties van vragers en aanbieders kunnen schatten, ligt het eerder voor de hand om te waarderen op het gewogen gemiddelde van al die meningen, en niet op de transactieprijs. Er is kans dat het gemiddelde dicht bij de transactieprijs zit, maar het kan ook heel anders zijn. En dan nog is de vraag of een grote, strategische positie ook op dat gemiddelde gewaardeerd moet worden.

## **Wat bepaalt de marktprijs?**

Markten zijn vaak volatiel, veel volatieler dan overeenkomt met de waardewijziging die je zou veronderstellen uit fundamentele factoren, zoals de relatieve schaarste van een goed of de fundamentele waarde van een onderneming. Ook zonder dat ze dat met elkaar hebben afgesproken bewegen partijen op een markt zich vaak als een wolk spreuen in dezelfde richting, waardoor ze in feite één partij vormen. Denk ook aan de beleggingsklanten van een grote bank die allemaal worden geadviseerd door dezelfde computer.

### **'De fundamentele stap die we moeten zetten is dat we weer zelf gaan denken.'**

In een onevenwichtige markt kunnen de preferenties vragers en aanbieders van de ene op de andere dag heel anders gaan lopen: potentiële kopers slagen er niet in, de financiering rond te krijgen, er is zo'n gebrek aan vertrouwen in de markt dat niemand behalve een enkeling durft te bewegen, verkopers moeten gedwongen verkopen omdat ze oplopen tegen kapitaalvereisten of een *margin call*, iemand is bezig met het opbouwen of juist afbouwen van een strategische positie.

Vrijwel iedere ter beurze genoteerde onderneming heeft wel een of meer aandeelhouders met een groot pakket, meestal vele malen groter dan het aantal dat wordt verhandeld op de laatste beursdag van het jaar. Er is dus vrijwel steeds een marktpartij die ieder moment grote invloed op de koers uit kan oefenen door zijn pakket uit te breiden of te verkleinen.

## **Reflexiviteit**

Reflexiviteit drukt uit dat de ontwikkelingen op de markt als het ware zichzelf beïnvloeden. Het bekende voorbeeld is de *self-fulfilling prophecy*. We willen wel verkopen, maar we verwachten dat de markt gaat stijgen, dus houden we de goederen nog even vast. Omdat veel anderen dat ook doen, stijgt de prijs inderdaad verder. Daar hoeft je met die anderen geen afspraken over te maken. Dat begrijpen ze zo ook wel: het is een *stille alliantie*.

Het klassieke voorbeeld van reflexiviteit: de huizenprijzen in Amerika. Ze vertoonden alle kenmerken van een *boom and bust*-scenario, maar als je ergens met je neus te dicht op zit of de belangen te groot zijn, dan wil je gezonde verstand wel eens uitvallen zonder dat je het zelf merkt. De banken hadden er te weinig oog voor dat juist de ruime financieringsmogelijkheden leidden tot de stijging van de huizenprijzen, die op hun beurt weer leidden tot gemakkelijke financiering.

Het is vermoedelijk niet te voorkomen dat er een stukje reflexiviteit zit in een marktprijs. Het is ook moeilijk om dat af te zonderen uit het geheel van factoren dat een marktprijs bepaalt. Maar we kunnen wel de conclusie trekken, dat reflexiviteit kan leiden tot een stijging of daling in de markt die weinig te maken heeft met de fundamentele economische waarde van een goed.

### **'Het is altijd beter om ongeveer goed te zitten dan heel precies fout, al staat dat foute cijfer in de krant.'**

Het lijkt zo'n mooie, objectieve waarde, de koers zoals gepubliceerd in de prijslijst van de beurs en in de krant. Maar in werkelijkheid wordt de marktprijs van een aandeel niet alleen bepaald door de onderliggende economische waarde van de onderneming, maar ook door factoren die samenhangen met de markt zelf of met de strategische positie van partijen op de markt. In de koers zit een speculatiesurplus of -tekort en het effect van reflexiviteit. Marktwaarde is niet anders dan een samenvatting van subjectieve verwachtingen van een kleine minderheid van vragers en bieders. Om daar de waardering van alle aandelen voor iedereen op te baseren, ook voor degenen die ervoor kiezen niet te kopen of te verkopen, lijkt op zijn minst vergezocht. Toch is dat wat er gebeurt.

En op zo'n irrationeel tot stand gekomen koers zouden we de waardering van onze balansposities moeten baseren? Kan niet waar zijn! Het is wel waar.

## Is er een alternatief voor marktwaarde?

Waardering op marktwaarde is dus bouwen op dun ijs. Zeker twee Nobelprijswinnaars kregen de prijs voor onderzoek dat aantoonde dat markten in het algemeen niet efficiënt zijn en dus ook niet leiden tot een betrouwbare marktwaarde. We lezen zo graag een waarde van papier af. Dat lijkt zo objectief, niet voor discussie vatbaar. We hebben er bijna honderd jaar voor nodig gehad om toe te geven dat historische kostprijs, die andere van papier af te lezen waarde, voor het beleid van vandaag nauwelijks betekenis heeft. We hebben die in de jaarrekening ingewisseld voor een andere waarde die op (kranten)papier staat. De fundamentele stap die we nu moeten zetten is dat we weer zelf gaan denken.

### 'Moeten we de waardering van onze balansposities baseren op een irrationeel tot stand gekomen koers?'

Beleggers, verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsfondsen doen er beter aan, grotere en voor de langere termijn aangehouden posities in aandelen en andere beleggingen niet te waarderen op marktwaarde, maar op de onderliggende economische waarde, de fundamentele waarde. Dit door het speculatiesurplus en de invloed van reflexiviteit en strategische beïnvloeding uit de marktwaarde te elimineren. We moeten aanvaarden dat die fundamentele waarde vaak alleen bij benadering te bepalen valt. Maar het is altijd beter om ongeveer goed te zitten dan heel precies fout, al staat dat foute cijfer in de krant. En je kunt je beleggingsbeleid zo inrichten dat je beleggingen mijdt waarvan je de fundamentele waarde niet bij benadering kent. Simpel: beleg alleen in wat je begrijpt.

De conclusie is dus dat in de moderne economie de marktprijs niet zonder meer een faire waardering levert, en toepassing ervan in ieder afzonderlijk geval vraagt om gedegen onderbouwing.

*Dit artikel is het een bewerking van hoofdstuk 6 uit Sybren Kalkmans boek 'Moeten we wel met pensioen?'. Te verkrijgen bij de boekhandel of via [sybrenkalkman@quicknet.nl](mailto:sybrenkalkman@quicknet.nl).*

### Deel dit artikel



**Sybren Kalkman (1944)** is ex-partner van KPMG en was daar gespecialiseerd in de financiële sector.

## GERELATEERD

---



### **Externe verslaggeving**

[Lees hier het laatste nieuws en vaktechnische artikelen over jaarrekeningenrecht, IFRS, de RJ-richtlijnen en integrated reporting.](#) →

---

OPINIE | 05 februari 2014

### **Fair value - splijtzwam of zelfs splijtstof?**

[Toegegeven, IFRS is niet zaligmakend en het platform kent zijn zwakheden. Maar een Europese variant van IFRS zou \(bijna\) alleen maar verliezers opleveren.](#) →

---

OPINIE | 05 december 2012

### **Wedloop waardering derivaten onzin**

[Complexe werkelijkheid laat zich niet reduceren tot één journaalpost die andere informatie overbodig maakt.](#) →

---

NIEUWS | 14 september 2012

### **'Fair value is de keizer die geen kleren aan heeft'**

[Peter van der Zanden richtte vandaag bij zijn afscheid als hoogleraar Externe verslaggeving aan Tilburg University zijn pijlen op de waardering tegen fair value....](#) →

---

## **Peter van der Zanden: Fair value ten onrechte ultieme waarderingsgrondslag in accounting**

De invoering van 'fair value' in de accountancy lijkt meer op pragmatische gronden te zijn gebeurd dan dat deze rust op een deugdelijk theoretisch fundament. Dat... →

---