

Fair value stuit op grenzen

De opmars van fair value wordt dwarsgezeten door de kredietcrisis. Elke keer dat een bank bekendmaakt miljarden af te schrijven, zijn de tegenstanders van het waarderen op marktprijzen een argument rijker. Voorstanders houden vol dat er geen alternatief is. Maar *full fair value*? Dat lijkt een verloren zaak.

TEKST GEERT DEKKER | BEELD LUMAXART, MARJA BROUWER, SIMONE VAN ES

De discussie over waarderingsgrondslagen - decennia oud - laat op bij de kredietcrisis. Banken schrijven miljarden af, maar elke bank hanteert zijn eigen maatstaven om de precieze omvang van het verlies te bepalen. Dat leidt tot onzekerheid en daar houdt de markt niet van. Op zoek naar verklaringen voor de financiële rampspoed wordt onder meer gewezen op de waarderingskwestie: sinds enkele jaren geldt voor financiële instrumenten het fair value-regime. Maar is dat eigenlijk wel zo'n goed idee? "In aanleg was het een logische ontwikkeling, de overgang van historische kostprijs naar reële waarde - fair value", zegt Paul Koster, bestuurder van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). "Maar kijk eens waar het in de huidige omstandigheden toe leidt: onzekerheid en subjectiviteit. Het blijkt maar weer eens, de markt stelt je altijd voor verrassingen." Koster twijfelt niet: fair value, het waar-

deren van activa en passiva 'op marktwaarde' is op de grenzen van zijn toepasbaarheid gestuit.

KLOOF

Koster is niet de enige criticaster. De afgelopen jaren liet de IASB, de standard setter voor de internationale verslaggevingsregels, de teugels met betrekking tot fair value meer en meer vieren. Tot voor kort gebeurde dat in relatieve stilte, maar in de tweede helft van 2007 kwam de kritiek los - overigens nog vlak voordat de kredietcrisis zich in al zijn lelijkheid openbaarde. Fair value is - met zijn oriëntatie op de markt - een typisch product van de Angelsaksische handelscultuur. Uitgangspunt is dat het ridicul is grote verschillen te laten bestaan tussen de cijfers op de balans enerzijds en de waarde van de onderneming op de openbare kapitaalmarkt of op de onderhandse markt anderzijds. Dat uitgangspunt stuit niet op veel weer-





stand. Vriend en vijand zijn het er in grote lijnen mee eens dat het een goede zaak is als de kloof tussen werkelijke waarde en balanswaarde zo veel mogelijk zou worden gedicht.

Ten aanzien van financiële instrumenten - derivaten - geldt bovendien dat de historische waarde vaak nul is. Het betreft veelal een ruil van verplichtingen, en dat contract stijgt of daalt in waarde afhankelijk van de ontwikkelingen op de markt waarop de onderliggende waarde wordt verhandeld. Het negeren van de marktwaarde van dergelijke instrumenten zou neerkomen op het negeren van een belangrijk deel van de activiteiten waarmee financiële instellingen in de 21ste eeuw hun geld verdienen.

TOENEMENDE KRITIEK

Het principe mag zijn geaccepteerd, de uitwerking is dat niet, zeker niet de uitwerking zoals die door de IASB wordt voorgesteld. James Cataldo en Morris

McInnes, van de Sawyer Business School van de Suffolk University in Boston, schreven vorig jaar augustus in het Amerikaanse tijdschrift *The CPA Journal* dat met de nieuwste voorstellen om het gebruik van fair value uit te breiden, wordt gezaagd aan de stoelpoten van het huidige systeem van verslaggevingsregels. Winst als het verschil tussen inkomsten en uitgaven? Die tijd is straks voorbij, vrezes Cataldo en McInnes. Want dan is winst het verschil tussen de waarde van bezittingen en verplichtingen op het ene moment, en die waarde op een volgend moment.

Leidt dat tot een werkbaar systeem? De twee Amerikanen zeggen het niet te kunnen beoordelen en betwisten eenieder die zegt dat wel te kunnen: "Ons grootste bezwaar is dat de voorstanders ervan uitgaan dat dit nieuwe systeem superieur is, terwijl het nog niet is uitgetoetst, laat staan dat het zich heeft bewezen." Ja, het oude systeem heeft nadelen, maar moet het daarom worden ingewisseld voor iets nieuws waarvan maar moet worden afgewacht of het werkt? Bovendien, zo betogen Cataldo en McInnes, valt het wel mee met die nadelen. "De nieuwe voorstellen onderschatten de finesses die de afgelopen tientallen jaren zijn ontwikkeld in US GAAP."

'LUILEKKERLAND'

De kritiek van deze auteurs wordt met name in continentaal Europa - vanouds al wat kritischer op fair value - breed ondersteund. In Nederland zetten de laatste maanden van 2007 onder meer ex-

minister van Financiën Gerrit Zalm (nu voorzitter van de stichting die toezicht houdt op de IASB) en AFM-bestuurder Paul Koster (tevens CESR-fin chair, welke de Europese Commissie adviseert op het gebied van audit en accounting) vraagtekens bij de reikwijdte van fair value. Pieter Lakeman, voorzitter van de Stichting Onderzoek Bedrijfs Informatie (SOBI) en onder meer auteur van het boek *Accountants in de fout* (2005), noemt de trend richting fair value er een richting 'luilekkerland voor opstellers van jaarrekeningen'. "De flexibiliteit die mogelijk is - de winst is afhankelijk van de waarderingen van bezittingen en verplichtingen - zal tot misbruik leiden", aldus Lakeman. Het is volgens hem volkomen misplaatst een jaarrekening zo op te stellen. "Zeker omdat de jaarrekening niet alleen een getrouw beeld moet geven van de stand van zaken in de onderneming, maar ook een instrument is om het management te belonen. Maar als de rente stijgt, en dus de marktwaarde van de langetermijnschulden van het bedrijf afneemt waardoor de winst oploopt - is dat dan de verdienste van de manager?"

'WAANZIN'

Full fair value - waarbij allerlei immateriële activa en passiva een prijskaartje omgehangen krijgen alsof ze elk moment kunnen worden verkocht - kan tot meer van dergelijke 'rare' uitkomsten leiden. Sommige van die inconsistenties zijn 'waanzin', zegt Ralph ter Hoeven, hoogleraar externe verslaggeving aan de Rijksuniversiteit Groningen en (mede)coör- ■



Pieter Lakeman: 'Dit is een luilekkerland voor de opstellers van jaarrekeningen.'

Is de kredietcrisis een verslaggevingscrisis? (1)

"Zonder IFRS was de kredietcrisis minder ernstig geweest dan hij nu is." Dat zegt een ervaren Nederlandse bankier die bij Citigroup in Londen werkt. "De openheid heeft contra-productief gewerkt, die heeft het vertrouwen naar beneden getrokken."

De ineenstorting van diverse markten van producten met *subprime* hypotheke als onderliggende waarde - en daarna markten van producten waarbij lang geld wordt gefinancierd met kort geld - had volgens deze redenering minder ingrijpende gevolgen gehad als banken en verzekeraars niet verplicht zouden zijn geweest al deze producten te waarderen op fair value. "Nu worden er tientallen miljarden afgeschreven, met een vertrouwenscrisis tot gevolg. Maar voor hetzelfde geld blijkt straks dat de verliezen enorm meevallen en dan is alle onrust voor niets geweest."

dinator van de Deloitte IFRS Service Desk. "Ik zie overigens niet gebeuren dat we die kant opgaan. De kritiek van de partijen die ermee moeten werken is te groot." Ter Hoeven wijdde ruim een jaar geleden zijn inaugurale rede aan fair value en stelde toen dat de IASB fair value aan het invoeren is 'zonder een onderliggende theoretische onderbouwing'. "Het is onbegrijpelijk dat pas recentelijk door de

IASB een aanzet is gemaakt om het Conceptueel Framework op dit gebied uit te breiden. Dat had feitelijk al moeten gebeuren voordat fair value een belangrijke plaats kreeg als waarderingsgrondslag."

OVERNAMESITUATIES

Ter Hoeven pleit ervoor de toepassing van fair value te beperken tot drie situaties:

Drietapsraket

Wil de fair value-methode van waardering zijn nut bewijzen voor de gebruiker van de jaarrekening, dan moet duidelijk zijn hoe men tot de waarderingsniveau is gekomen. De IASB heeft drie niveaus van gegevens voorgeschreven die kunnen worden gebruikt.

Ten eerste (*level 1*) gaat het om prijzen op een **openbare markt**: koersen van aandelen, obligaties, derivaten of andere waarden.

Zijn die prijzen niet voorhanden, dan moeten *level 2*-gegevens worden verzameld: prijzen van **vergelijkbare objecten**, eventueel op vergelijkbare markten. Dat werkt bijvoorbeeld prima met vastgoed: er is geen koersenbord voorhanden met daarop het bedrag dat het hoofdkantoor van bank X nu zou opbrengen, maar aan de hand van wat vergelijkbare objecten afgelopen tijd hebben opgebracht, is wel een redelijke schatting te maken.

Zijn ook op het tweede niveau geen betrouwbare gegevens voorhanden, dan moeten de waardebeoordelaars hun toevlucht nemen tot *level 3*-gegevens. Dat kunnen allerlei data zijn rondom de desbetreffende bezittingen of verplichtingen. Ondernemingen stoppen die data in een **eigen model** - dat gewichten geeft aan de diverse soorten gegevens - en daar rolt dan de waarde van het object uit.

Het zijn de gegevens van het derde niveau en de interne modellen die tegenstanders van fair value hebben verleid tot kwalificaties als 'ongelofelijk subjectief' en 'fnuikend voor de vergelijkbaarheid van jaarrekeningen'.



Paul Koster: 'Fair value moest de vergelijkbaarheid vergroten. In plaats daarvan is de subjectiviteit enorm toegenomen.'



Fair value

In het concept van fair value krijgen bezittingen en verplichtingen van een onderneming een prijskaartje omgehangen alsof ze nú op de markt worden gebracht. In het geval van *full fair value* gaat het om alles wat het bedrijf heeft of schuldig is: van de inventaris, merkrechten, langlopende schulden, klantenbestanden, debiteuren en crediteuren tot opties en *swaps* en voorraden.

als duidelijk is dat het actief te koop staat, als het gaat om 'zelfstandige vruchtdraggers' zoals effecten- en vastgoedbeleggingen of als fair value intern als prestatie maatstaf wordt gebruikt. Een bredere toepassing is in zijn ogen ongewenst. Ter Hoeven nu: "Dat kan onbevredigende resultaten geven: uitkomsten die niet in lijn zijn met de prestaties van de onderneming. Wat heeft

het bijvoorbeeld voor zin de reële waarde te hanteren van je schuldenportefeuille?" Wil dat zeggen dat de huidige fair value-regels niet werkbaar zijn? "In overnamesituaties bewijst fair value wel degelijk zijn waarde, maar voor de dagelijkse praktijk is het nut zeer beperkt. Fair value geeft onzekerheid in de boeken en daar kan niemand blij mee zijn: de onderneming niet, de gebruikers van de jaarrekening

niet, de accountant niet en de toezichthouder niet."

ALTERNATIEF

'Niet werkbaar' is een te hard oordeel, maar ook in de hoek van de voorstanders van meer fair value in de balans wordt men niet vrolijk van de huidige praktijk. "Het wordt als lastig ervaren en soms erg lastig", zegt Ruud Vergoossen, hoogleraar externe verslaggeving aan Nyenrode Business Universiteit en de Universiteit Maastricht en directeur vaktechniek van BDO CampsObers. Bedrijven moeten meer menskracht inzetten bij de bepaling van de cijfers en de discussies over de vooronderstellingen die aan de waarderingen ten grondslag liggen (als marktprijzen ontbreken) zijn intensief én tijdrovend. "Maar wat is het alternatief?", wil Vergoossen weten, "Historische prijzen? Daarvan weten we toch dat die helemaal los kunnen staan van de huidige waarde en dus nauwelijks informatie-waarde hebben. Het is beter ongeveer goed te waarderen dan precies fout."

BADWATER

Het kind moet niet met het badwater worden weggegooid. Volgens Vergoossen is de IASB daar ook wel alert op. "Natuurlijk blijft er subjectiviteit in je waarde-

Ralph ter Hoeven: 'In overnamesituaties bewijst fair value zijn waarde, maar voor de dagelijkse praktijk is het nut zeer beperkt.'



Ruud Vergoossen: 'Het is beter ongeveer goed te waarderen dan precies fout.'

ringen zitten als er geen marktprijzen voorhanden zijn. Maar in de regelgeving wordt nu meer en meer de nadruk gelegd op het openbaar maken van de vooronderstellingen die je hebt gebruikt om tot je waarderingen te komen. De toelichting op de jaarrekening is daarvoor de aangewezen plaats. Op die plaats hoort ook een gevoeligheidsanalyse: hoe gevoelig zijn bepaalde waarderingen voor valutaire ontwikkelingen, voor renteontwikkelingen, voor economische conjunctuur enz.? De ondernemer kan in die toelichting daarnaast zijn visie kwijt. Combineer die visie met die gevoeligheidsanalyse, maar ook met de harde gegevens uit je fair value-bepaling, en dan geef je de gebruiker van de jaarrekening wel degelijk meer en betere informatie dan alleen met de historische kostprijs. Dat zie ik nu ook al om mij heen gebeuren en dat is positief: met dergelijke informatie voorhanden kan de gebruiker beter bepalen wat de kwaliteit is van de gerapporteerde winstcijfers."

TOELICHTING

De toelichting bij de jaarrekening speelt ook voor Paul Koster (AFM) een belangrijke rol in wat volgens hem de oplossing is voor de bezwaren die aan fair value kleven. Daarnaast zou hij graag zien dat

de status van 'level 3'-gegevens (zie kader) wordt aangepast. "Waar het toepassen van fair value grote onzekerheden met zich meebrengt, zoals nu in verband met de kredietcrisis, moet je de uitkomst van de interne modellen niet als 'waarheid' in de balans opnemen. Wie vertelt me dat de een het bij het rechte eind heeft en de ander niet?" In dergelijke gevallen moet de toelichting uitkomst bieden. Daarin - in de vorm van een geschreven tekst - is dan plaats voor de twijfel, voor de overwegingen, voor de mitsen en maren: die horen niet een balans thuis. "In de balans moet men zich dan beperken tot een waardering waaraan je kunt zien wat de aanschafprijs was. In de toelichting kunnen de uitersten van die waardering worden geschetst, met alle overwegingen daarbij. Dan laat je vervolgens aan de gebruiker de ruimte om zelf na te denken over wat een reële inschatting is van het onderliggende item."

BELEGGERS

Alle problemen rondom fair value raken de kern van de vraag wat een jaarrekening eigenlijk vermag. In kringen van beleggers lijkt daar weinig misverstand over te bestaan. Gerben Hettinga van de Vereniging van Effectenbezitters: "De balans moet zo veel mogelijk de werkelijk-

Is de kredietcrisis een verslaggevingscrisis? (2)

Dat de kredietcrisis eigenlijk een verslaggevingscrisis is, daar gelooft AFM-bestuurder Paul Koster niet in, maar dat neemt niet weg dat die crisis wel feilloos de vinger op de zere plek van IFRS heeft gelegd. "Maar dat zit 'm in de interpretatiemogelijkheden die de regels rondom fair value geven."

Koster geeft het voorbeeld van de index ABX, die de prijzen volgt van derivaten met subprime hypotheek als onderliggende waarde. Tussen half juli en eind november 2007 daalde die index - hét symbool van de door de kredietcrisis getroffen groep financiële instrumenten - van 95 naar 35. "Moet je nu die index gebruiken om jouw bezittingen in deze markt op hun waarde te schatten? Er zijn banken die zeggen: dit is nu zo'n extreem illiquide markt en die algemene index zegt zo weinig over ons specifieke product - die ga ik niet gebruiken. Maar een ander zegt dan weer: dit is het enige dat we hebben, dit is dé referentie die je moet gebruiken."

Bij een dergelijke situatie is de vraag terecht, aldus Koster, of de transparantie de toegevoegde waarde brengt die wordt gezocht. "Als zelfs binnen de industrie een dergelijk referentiepunt, dat al jaren bestaat, zo aan twijfel onderhevig is, dan moet je je afvragen: wint de markt erbij dat we dit allemaal laten zien?"

heid willen benaderen. En dat dat niet lukt voor honderd procent, is geen reden het niet te proberen."

Een ander antwoord komt van Ter Hoeven, vanuit zijn praktijkervaring dat een accountant "het er maar moeilijk mee heeft" als hij vaker en vaker waarderingen moet toetsen waarbij subjectiviteit een rol heeft gespeeld. "Het is beter het subjectieve waarderen over te laten aan de belegger. De jaarrekening moet hem daartoe wel in staat stellen, maar alleen door het verstrekken van objectieve en objectiveerbare informatie." □