

ERIK PEEK:

'Marktwwaarden ku

Op basis van IFRS moeten beursgenoteerde bedrijven hun investeringen - waar mogelijk - tegen *fair value* in hun balans opnemen (de actuele marktwaarde). Maar zijn die marktwaardes wel zo 'fair' of 'reëel' als ze lijken?

TEKST: BERT BAKKER | BEELD: SIMONE VAN ES

Erik Peek, Duff & Phelps professor of Business Analysis & Valuation aan Rotterdam School of Management, Erasmus University (RSM), ging daar onlangs in zijn oratie 'De Waarde van Accounting' dieper op in.

De relevantie van correcte waarderings van activa maar ook passivaposten op de balansen van ondernemingen, banken, pensioenfondsen en overheden, hoeft geen betoog. Als het mogelijk was beleggingen en investeringen eenduidig en juist te waarderen, had er geen subprime-schandaal kunnen ontstaan en wellicht geen bankencrisis. En in de eurocrisis speelt de discussie over de juiste waardering van overheidsschulden een belangrijke rol.

In een toelichting op zijn onderzoek naar methoden om de gangbare IFRS-methode van waarderen te verfijnen, herinnert Peek er aan dat de inschatting van de waarde van schulden en aandelen uitgegeven door ondernemingen op diverse manieren speelt: "Ondernemingen moeten *fair value* immers ook toepassen bij de berekening van de dekkinggraad van hun pensioenfondsen. Via die band kan de impact op de balans van de sponsor van een pensioenfonds zeer aanzienlijk zijn."

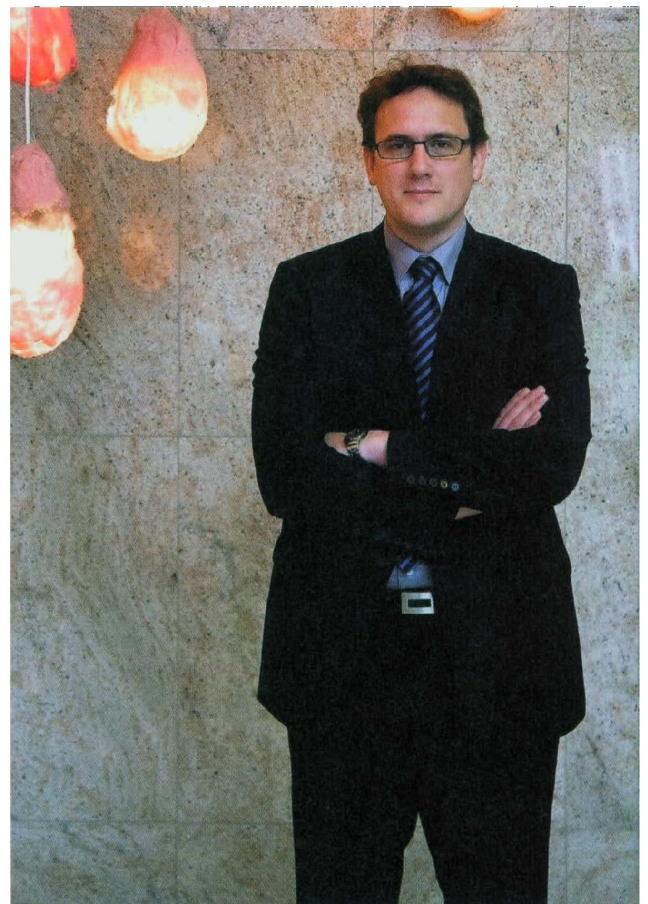
En voor het bankwezen geldt dat nog sterker - zeker als de regels van Basel III eenmaal zijn ingevoerd.

"Een hogere of lagere balanswaarde van de investeringsportefolio's beïnvloedt het wettelijk vereiste kapitaal onmiddellijk."

MARKTWAARDELOBBY

De discussies die vooraf gingen aan de introductie van IFRS 9 (financiële instrumenten) gingen vooral over de keuze tussen historische kostprijs en marktwaardes als waarderingsmaatstaf. Was dat geen vreemde vernauwing van de discussie?

Peek: "Dat vind ik wel ja. Want daarnaast waren er altijd al andere manieren om tot waardebeoordeling te



komen. Toepassing van schattingen op basis van multiples, *discounted cash flow* en zelfs boekwaardes zijn evengoed verdedigbaar. Dat de marktwaardelobby won is te begrijpen omdat marktwaardes makkelijker te vinden en schijnbaar objectiever zijn. De gedachte is dat in marktprijzen alle beschikbare relevante gegevens verwerkt zijn. Maar die visie negeert dat marktprijzen *biased* kunnen zijn, bijvoorbeeld door marktsentiment. Daardoor kunnen ze langdurig en aanzienlijk afwijken van wat fundamentele waardebeoordeling laat zien."

'DE MARKTWAARDELOBBY NEGEERT DAT MARKTPRIJZEN BIASED KUNNEN ZIJN, BIJ VOORBEELD DOOR MARKTSENTIMENT.'

nmen biased zijn'

ERIK PEEK

Erik Peek bekleedt sinds 2010 een door Duff & Phelps gesponsorde leerstoel als professor of business analysis & valuation bij de vakgroep Accounting & Control van Rotterdam School of Management, Erasmus University (RSM). Hij promoveerde aan de VU in Amsterdam in 2001.

Wat ziet u als belangrijkste nadeel?

"Je laat je daarmee leiden door de waan van de dag. Het zou goed zijn als we daar wat meer afstand van konden nemen. Denk aan de situatie bij pensioenfondsen. De verplichtingen van de meeste fondsen liggen in de verre toekomst. Maar moet dan de vraag of premieverhogingen nodig zijn wel worden bepaald door dekkingsgraden berekend op basis van de dagwaarde van aandelen en obligaties?"

Wat hebt u onderzocht?

"Ik heb het gebruik van beurskoersen vergeleken met fundamentele waarderingsmethoden gebaseerd op accountinginformatie voor het meten van de 'reële waarde' van portfolio's van aandelen. Verder heb ik geprobeerd te laten zien hoe accountinggegevens, naast beurskoersen en -rendementen, kunnen worden gebruikt bij het meten van bedrijfsrisico en het schatten van de disconteringsvoet in waarderings."

GEWOGEN MIX

U schetst een tegenstelling tussen het waarderen van een onderneming op basis van beurskoersen en van bijvoorbeeld discounted cash flows. Maar ook daarin weegt marktsentiment mee, de rente die daarin als disconteringsvoet wordt genomen is ook een 'dagprijs'.

"Ja, maar je hoeft niet te kiezen voor de dagprijs van rente. Je kunt een langetermijngemiddelde nemen."

Wat zijn de conclusies?

"Dat zowel de marktprijsbenadering als de op accountingdata gebaseerde waardebeoordeling van individuele aandelen tekortkomingen en inschattingrisico's kent."

'HET ZOU GOED ZIJN ALS WE MEER AFSTAND VAN DE WAAN VAN DE DAG KONDEN NEMEN.'

'MISSCHIEEN IS DUIJS STAATSPAPIER NU WEL OVERGEWAARDEERD.'

Maar bij het waarderen van een breed samengestelde portfolio van aandelen, leidt een gewogen mix van die twee benaderingen wel degelijk tot meer betrouwbare, stabielere waardeschattingen; mede door het effect van aggregatie op inschattingfouten. En ik stel vast dat zelfs een bescheiden weging van die fundamentele waarderings van twintig procent, tegen tachtig procent voor de marktprijsweging, de betrouwbaarheid van portfoliowaarderings al vergroot."

Zullen de kosten van het fundamenteel waarderen van elke individuele onderneming voor pensioenfondsen niet een hoge drempel zijn?

"Dat weet ik niet. Ik verwacht niet dat individuele ondernemingen gewaardeerd gaan worden. Ik laat echter ook zien dat eenvoudige extra informatie, zoals een waardering op basis van multiples, al aanvullend nut heeft. Misschien is die informatie op beleggingsafdelingen gewoon beschikbaar. Maar ik heb dat niet onderzocht."

STAATSOBLIGATIES

Geldt voor Griekse, Italiaanse of Spaanse staatsobligaties ook dat de marktprijzen misschien een minder betrouwbaar beeld van hun reële waarde geven?

"Dat ligt wel voor de hand. Sentiment speelt ook in die markten mee. Misschien is Duits staatspapier nu wel overgewaardeerd. Maar ik zou aanvullend onderzoek moeten doen om dat aantoonbaar te maken."

Ruim een ruim jaar geleden sprak u met 'Accountant' en kondigde u aan dat u zou focussen op waardering van vreemd vermogenstitels, dus kredietrisico's. Dergelijk onderzoek had politiek veel impact kunnen hebben.

"Ik heb mijn programma moeten aanpassen, waardoor onderzoek naar de waardering van obligaties is vertraagd. Maar er wordt aan gewerkt en zodra ik tastbare resultaten heb, zal ik niet schromen de publiciteit te zoeken." □