

pers van Roto Smeets, maar het wordt nog moeilijker om de digitale kaarten van TomTom te waarderen of de technologische kennis die ASML gebruikt om een chipmachine te fabriceren.

Tegelijkertijd beslaan deze zogeheten zachte activa als merken, patenten en goodwill (na overnames) een fors deel van de meeste bedrijfsbalansen.

De legendarische Amerikaanse econoom en belegger, Benjamin Graham, waarschuwde al in de jaren dertig voor zachte activa bij het berekenen van de koers-boekwaarde-ratio. "Het is gebruikelijk om immateriële activa niet mee te tellen (...) Doorgaans staan ze in de boeken tegen arbitraire en zinloze bedragen."

Er lijkt weinig veranderd in de afgelopen tachtig jaar. Onderzoek laat zien dat topmannen in de meeste gevallen te diep in de buidel tasten bij overnames. Maar omdat het lastig is dit toe te geven, en dus af te waarderen op goodwill, zit er vaak (tijdelijk) lucht in deze balanspost.

Beleggers voelen dit prima aan. De geschiedenis leert dat een lage koers-boekwaarde-ratio vaak een voorteken is voor een snel nade-

## DE BOEKWAARDE BEPALLEN BLIJFT EEN ARBITRAIRE EXERCITIE, HOEVEEL ACCOUNTANTS EEN BEDRIJF OOK INVLEGT

rende afboeking op goodwill. Je zag dit onder meer bij TomTom, Grontmij en CSM in de laatste jaren.

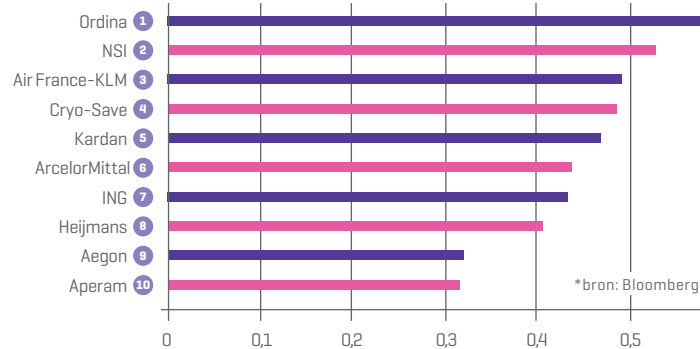
Het is dan niet de stijgende koers die de koers-boekwaarde-ratio dichterbij één brengt, maar een afwaardering op de boekwaarde van de bezittingen. Een belegger die het aandeel heeft gekocht, schiet hier weinig mee op.

### APPLE

Toch is het voor servicebedrijven oneerlijk, zoals Graham in de jaren dertig deed, om de hele post immateriële activa niet mee te nemen in het verhoudingsgetal. Maar zijn punt dat boekwaardes afhankelijk zijn van vaak kromme boekhoudregels en vrij arbitraire aannames van een boekhouder, blijft overeind.

Het Amerikaanse Apple, waar beleggers ruim drie keer de boekwaarde voor neerleggen, laat zien dat de boeken de echte waarde niet altijd overschatten, maar ook geregeld onderschatten. De regels eisen dat een bedrijf alleen een merk op

### Tien Nederlandse bedrijven met de laagste koers-boekwaarde\*



de balans mag zetten als dit uit een overname is verkregen, maar niet als het merk 'intern ontwikkeld' is.

Apple heeft zodoende een immateriële-activapost van vier miljard dollar. Een marginaal bedrag ten opzichte van de waarde van bijna 77 miljard dollar, die het merkenbureau Interbrand onlangs toekende aan het merk Apple. Het maakt de koers-boekwaarde-ratio eigenlijk een vrij onzinnige waarderingsmaatstaf.

Om allerlei redenen reflecteert de boekhoudkundige waarde van de (zachte) bezittingen van een bedrijf niet de werkelijke waarde. Ondernemingen als ASML (5,5), Unilever (5,8) en Reed Elsevier (6) noteren fors boven hun boekwaarde, maar dit maakt de ondernemingen niet per se duur.

De boekwaarde van het eigen vermogen erkent eenvoudigweg niet de know-how, patenten of merken van de onderneming die in het verleden en naar verwachting in de

toekomst voor hoge winsten zullen zorgen.

### WAARDE=TOEKOMST

Beleggers kunnen een koers-boekwaarde-ratio als startpunt zien in een zoektocht naar verborgen (boek)waarde. Interpreteer het alleen niet als een door god gegeven getal.

Hoeveel accountants een bedrijf ook invliegt, het vaststellen van de boekwaarde van het eigen vermogen blijft een arbitraire exercitie. Aangezien deze waardes ook nog eens maar één keer per kwartaal worden opgesteld, is het niet vreemd dat beleggers zelden koers-boekwaarde-ratio's tegenkomen van precies één.

Echte waarde zit hem niet in het prijskaartje dat de accountant plakt op de bezittingen. Het gaat erom of een onderneming erin slaagt bezittingen winstgevend aan te wenden. De beurs geeft hier bijna op secondebasis een cijfer voor.