

Boekbespreking

Waardering van niet genoteerde aandelen

W.G.M. Holterman. De waardering van niet genoteerde aandelen. Theorie en cases. Proefschrift Rijksuniversiteit Groningen 28 oktober 1993. 249 pp. Promotores: Prof. Dr. F.M. Tempelaar en Prof. Dr. D.W. Feenstra.

Over de waardebeoordeling van aandelen hebben de laatste jaren heel wat publikaties het licht gezien. Niettemin is er over de wijze waarop de waardebeoordeling daadwerkelijk in de praktijk plaatsvindt nog niet zoveel bekend. De meeste publikaties zijn van normatieve aard: ze geven aan hoe een rationeel handelend iemand tot een waarde-oordeel dient te komen. Maar of al die normatieve adviezen ook in de praktijk altijd nauwkeurig worden opgevolgd is niet erg duidelijk; op grond van incidentele informatie die beschikbaar komt via de financiële pers of via mededelingen van direct betrokkenen, bestaat daar op z'n minst wat twijfel over.

In het proefschrift van Holterman staat de praktijk van de waardebeoordeling centraal. Het proefschrift vormt dan ook een welkome aanvulling op de bestaande literatuur. De onderzoeksvraag waarop de studie zich richt is in eerste aanleg ruim gehouden. 'Het doel van deze studie is' – schrijft Holterman – 'het vergroten van het inzicht in het vraagstuk van de waardering van aandelen' (p. 1).

Maar aldaar wordt deze algemene doelstelling nader toegespitst op een tweetal concrete subdoelen:

- het theoretisch verkennen van de bruikbaarheid van het financieel-economische waardebegrip bij de waardering van niet ter beurze genoteerde aandelen;
- het beschrijven, duiden en aandragen van mogelijke verklaringen van in de praktijk gehanteerde procedures, waarderingsmethoden en waardebegrippen.

Met ander woorden, Holterman wil eerst vaststellen wat de bedrijfseconomische theorie als aanpak voor de waardebeoordeling van niet genoteerde aandelen aanbeveelt en vervolgens, tegen de achtergrond daarvan, een verklaring proberen te geven van hoe het in de praktijk gebeurt. Informatie over het praktijkgebeuren wordt in de studie gepresenteerd in de vorm van een zestal casebeschrijvingen, aangevuld met enig empirisch materiaal dat in de literatuur te vinden is.

De opbouw van de studie vloeit logisch voort uit de probleemstelling. Begonnen wordt met een theoretisch deel (108 pp.). Dit wordt gevolgd door een empirisch deel met de zes casebeschrijvingen (90 pp.). De studie wordt afgesloten met de slotbeschouwing (11 pp.). Verder is toegevoegd een bijlage met een classificatie en analyse van waarderingsmethoden, een literatuuroverzicht en een summary (35 pp.).

Het theoretisch deel start in hoofdstuk 2 met een analyse van het begrip 'waarde'. Besproken worden het waardebegrip uit de financiële economie – zijnde de contante waarde van toekomstige kasstromen – en het waardebegrip uit de financiële accounting dat is gebaseerd op gealloceerde opbrengsten en kosten. Holterman concludeert: 'Het financieel-economische waardebegrip specificeert de waarde van (aandelen van) ondernemingen op de vermogensmarkt. Dit waardebegrip houdt verband met allocatie van maatschappelijke middelen, door investeringen en besparingen, via financiële markten. Het waardebegrip uit de financiële accounting – belichaamd in de intrinsieke waarde – is een bijproduct van de winstbepaling.'

Aangezien bij niet genoteerde aandelen, de financiële markten hun functie niet kunnen vervullen, en het financieel economische waardebegrip 'in eerste instantie betrekking (heeft) op de prijsvorming van beleggingsobjecten op georganiseerde effectenbeurzen', gaat

Holterman vervolgens in hoofdstuk 3 na wat precies de consequenties zijn van de afwezigheid van beursnotering voor het waarderingsvraagstuk. Daartoe bespreekt hij achter-eenvolgens de scheiding van leiding en eigendom (die in niet-beursgenoteerde ondernemingen vaak ontbreekt), de rechtsvorm (de NV vergeleken met de BV en de persoonlijke onderneming) alsmede de onderlinge relaties van aandeelhouders in de BV (veelal gedomineerd door een blokkeringsregeling). De beide eerste onderwerpen worden verkend en geanalyseerd vanuit het raamwerk van de 'agencytheorie'; het laatste vanuit inzichten uit de 'transactiekostentheorie'.

De schrijver concludeert uit deze analyse:

'De vraag naar de toepasbaarheid van het financieel-economische waardebegrip voor de waardering van niet genoteerde aandelen kan naar onze mening bevestigend beantwoord worden. Wel kan gesteld worden dat door het ontbreken van een beursnotering de consumptie- en risicospreiding van een aandeelhouder van de BV in meer of mindere mate belemmerd is' (zodat 'niet genoteerde aandelen – op welke wijze ook gemeten – minder waard zijn dan overigens vergelijkbare genoteerde aandelen.'

In de tweede plaats concludeert de schrijver: 'Het ontbreken van een ideaaltypische markt impliceert eveneens dat er niet langer sprake is van een geobjectiveerde tijdsvoet en risicopremie.' Deze beide laatste grootheden worden – dat zal de lezer duidelijk zijn – gebruikt als elementen van de disconteringsvoet waarmee de contante waarde wordt berekend.

Hoofdstuk 4 is gewijd aan 'schattingsproblemen bij waardebeoordeling. Het waardebegrip uit de financiële economie' – aldus Holterman – 'is een contante waarde. Deze kan bepaald worden met behulp van de DCF-methode. Via deze methode worden verwachte toekomstige kasstromen via discontering herleid tot een contante waarde.'

De vraag rijst of schattingsproblemen wel zo speciaal zijn voor niet genoteerde aandelen. Of in de woorden van Holterman: 'Men zou kunnen stellen dat niet alleen de bepaling van kasstromen door individuen behept is met schattingsproblemen, maar dat dit ook geldt voor de kasstromen die volgens het DCF-denkraam in beurskoersen besloten zijn en dat er wat dit betreft weinig verschil is tussen genoteerde en niet genoteerde aandelen.' Maar de auteur voegt daaraan toe: 'Onder de veronderstelling dat individuen slechts over een deel van de beschikbare informatie beschikken, is het op grond van het principe van informatie-aggregatie aannemelijk dat beurskoersen meer informatie bevatten dan de informatie waarover afzonderlijke individuen beschikken.'

'Informatie-aggregatie' wordt een belangrijk thema in hoofdstuk 4. Holterman vindt daarin de verklaring voor de in de praktijk veel voorkomende waardebepaling van aandelen met behulp van verhoudingsgetallen als de koerswinstverhouding, de koersomzetverhouding enz. 'Door de waarde van een niet genoteerde onderneming te baseren op de prijs van een genoteerde onderneming, wordt op indirecte wijze gebruik gemaakt van de hoge 'informatiekwaliteit' van de prijs van de genoteerde onderneming' aldus Holterman. Daar komt nog bij dat dan tevens schattingsproblemen met betrekking tot de disconteringsvoet worden vermeden. Wel tekent de schrijver hierbij aan dat naarmate markten minder efficiënt zijn en ondernemingen minder vergelijkbaar, het gebruik van verhoudingsgetallen uiteraard minder rationeel is.

Een tweede conclusie uit hoofdstuk 4 is dat subjectieve voorspellingen over het algemeen nauwkeuriger zijn dan kwantitatieve voorspellingen omdat het 'proces' dat winsten genereert niet erg stabiel is.

Ten slotte worden in hoofdstuk 4 gevoeligheidsanalyses uitgevoerd waaruit ondermeer blijkt dat DCF-waarderingen erg gevoelig zijn voor fouten

in de geschatte groeivoet en in de geschatte disconteringsvoet.

De hoofdstukken 5 en 6 zijn gewijd aan de casebeschrijvingen. In elk hoofdstuk komen er drie aan de orde. In hoofdstuk 5 zijn dat de verkoop van: een adviesbureau, een groep van grondstofproducenten en een metaalbedrijf. Telkens vindt de verkoop plaats met steun van een fusieconsultant als bemiddelaar. In hoofdstuk 6 worden drie cases gepresenteerd over de waardering van aandelen in het kader van de blokkeringsregeling zoals die binnen BV's algemeen voorkomt. Volgens het BW dient een blokkeringsregeling zodanig te zijn dat de aanbiedende aandeelhouder, indien hij dat verlangt, een prijs ontvangt gelijk aan de waarde van zijn aandeel vastgesteld door één of meer onafhankelijke deskundigen. Van een dergelijke deskundigenwaardering worden drie gevallen besproken. Verder wordt in hoofdstuk 5 ook aandacht geschonken aan een empirisch onderzoek van DeAngelo inzake de waarderingmethoden gehanteerd door 'investment bankers' in de USA bij het uitbrengen van zogenaamde 'fairness opinions'.

De conclusie uit dit empirisch materiaal is dat het gewicht dat de DCF-methode in de besluitvorming krijgt maar beperkt is. Er worden voor de waardebepaling verschillende methoden gebruikt en de uitkomsten van deze methoden markeren volgens Holterman het interval waarin de uiteindelijk overeengekomen waarde ligt. Tevens blijkt dat waardeers ernaar streven zoveel mogelijk gebruik te maken van objectieve en geverifieerde informatie. Met name ook overnameconsultants maken daarvan gebruik om zich op die manier in te dekken tegen mogelijke kritiek op hun waarderingen. Objectieve en geverifieerde informatie wordt veelal ontleend aan jaarrekeningen en (andere) onafhankelijke bronnen.

Na de bespreking van de cases tracht Holterman voor het daarin aangetroffen beeld van de waarde-bepalingen in de praktijk, een ver-

klaring te vinden. Hij onderscheidt daarbij een 'rationele' en een 'functionele' verklaring.

Bij de 'rationele' verklaring wordt het toepassen van verschillende waarderingmethoden geïnterpreteerd als pogingen om, via informatie-aggregatie, de schattingsproblemen aan te pakken en daardoor te komen tot betere schattingen van de contante waarde.

Bij de 'functionele' verklaring wordt de keuze van waarderingmethoden geacht afhankelijk te zijn van de behoefte over de aandelenwaarde overeenstemming te bereiken tussen koper en verkoper. In dit onderhandelingsproces zijn waarderingmethoden die de kans op discussie minimaliseren zeer functioneel.

Of en in welke mate deze beide zienswijzen een goede verklaring kunnen geven van de in de praktijk gevonden aanpak, blijft naar mijn mening wat onduidelijk.

Met betrekking tot de 'rationele' verklaring stelt Holterman vast 'dat de betrokkenen zelf het gebruik van andere methoden dan de DCF-methode niet expliciet interpreteren als pogingen om de contante waarde te bepalen.' Hij concludeert dan dat 'de gesuggereerde rationaliteit van de in de cases gehanteerde vuistregels wellicht niet gezocht moet worden in de mate waarin de contante waarde wordt geschat, maar (daarnaast) in andere verklaringen.' Holterman wijst er echter ook op dat het feit dat de betrokkenen niet expliciet de contante waarde bepalen, niet uitsluit dat ze dit onbewust of impliciet toch doen. Hij noemt in dit verband het onderzoek van Etzioni die het gebruik van vuistregels ziet als 'thoughtless rationality'.

Voor de 'functionele' verklaring is er volgens de auteur meer steun te vinden in het empirisch materiaal. Andere methoden dan de DCF-methode kunnen volgens Holterman in het overnameproces de communicatiefunctie beter vervullen. Ze zijn minder afhankelijk van subjectieve schattingen en meer gebaseerd op geverifieerde informatie. Dit laatste

geldt met name ook als een voordeel in de blokkeringscases, waar koper en verkoper tot op zekere hoogte 'tot elkaar veroordeeld' zijn en waar derhalve begrippen als 'fairness' en rechtvaardigheid een belangrijke rol spelen.

De schrijver besluit zijn proefschrift met enkele aanbevelingen voor de praktijk (namelijk het beter expliciteren van het doel van de waardering en het vergelijken van de uitkomsten van meerdere waarderingmethoden om tot betere schattingen te komen) en voor nader onderzoek (onder meer naar de kwantificering van de zogenaamde 'aftrek voor incurantheid').

Het vorenstaande gaf een samenvatting van Holterman's proefschrift. Zoals eerder vermeld, is het mijns inziens een interessante studie; goed geschreven en met waardevol nieuw empirisch materiaal.

Het theoretische deel geeft een moderne visie op onderwerpen als de scheiding van leiding en eigendom, de persoonlijke versus de onpersoonlijke onderneming en de gevolgen van wel of geen beursnotering. Daarbij komt de lezer onder de indruk van de belezenheid van de auteur en van zijn vermogen om zaken helder te presenteren. Zoals gezegd worden de genoemde onderwerpen belicht vanuit de 'agencytheorie' en de 'transactiekosten-theorie'. Deze theorieën laten weliswaar soms verrassende interpretaties en verbanden zien, maar tot operationele conclusies die echt nieuw zijn leiden ze niet; zoals in vorenstaande samenvatting eigenlijk ook al bleek.

Het hoofdstuk over schattingsproblemen geeft een goed inzicht in wat de bestaande 'body of knowledge' op dit terrein is. Het is met dit doel voor ogen zeer lezenswaard. Een van de conclusies die Holterman hier trekt – in navolging van de overnameconsultants in de cases – is dat het gebruik van meerdere waarderingmethoden, kan worden ge-

zien als een vorm van informatie-aggregatie om tot een meer betrouwbaar waarde-oordeel te komen. Met die conclusie heb ik nogal wat moeite. Holterman illustreert zijn opvatting met een voorbeeld van Verrecchia. In dit voorbeeld zijn er twee beleggers en één beleggingsobject. De eerste belegger heeft alleen toegang tot optimistische informatie, O, en komt tot een hoge inschatting van de waarde. De tweede belegger heeft alleen de beschikking over pessimistische informatie, P, en komt tot een lage waarde. De gemiddelde verwachting van O en P is volgens Verrecchia (en Holterman) superieur (betrouwbaarder) vergeleken met de beide individuele verwachtingen. (p. 83)

In dit voorbeeld is dit inderdaad wel zo, maar het voorbeeld is niet erg representatief voor de situatie die zich voordoet in geval van de waardering van aandelen. Om te beginnen kan het natuurlijk zo zijn dat naast een waardering uitgaande van licht pessimistische informatie, een waardering wordt gezet op basis van extreem pessimistische informatie. Het gemiddelde zal dan slechter scoren dan de licht pessimistische. Een belangrijker bezwaar is echter dat bij gebruik van meerdere waarderingmethoden voor aandelenwaardering, in aanmerking moet worden genomen dat de verschillende methoden niet gelijkwaardig zijn: de een is veel onnauwkeuriger en onbetrouwbaarder dan de ander. Een gemiddelde waarde wordt dan in beginsel altijd slechter dan de waarde volgens de theoretisch beste methode. Ter illustratie: men krijgt geen systematisch betere weersverwachting door de verwachting van 'De Bilt', te middelen met die van de 'Molenaar in het Oosten des lands' en de 'Enkhuizer Almanak'. Toch is dit precies wat er gebeurt bij het combineren van de waarde-oordelen van verschillende subjecten en methoden. Mijns inziens moet de informatie-aggregatie plaatsvinden door in de theoretisch beste methode, die elementen in te bouwen c.q. die 'inputgege-

vens' mee te nemen die gezien de ervaringen met andere methoden een verrijking kunnen betekenen. Als de 'Molenaar' met betrekking tot bepaalde weertypen significant beter zou voorspellen dan De Bilt, zou De Bilt zijn voorspellingsmodel moeten aanvullen met elementen uit het 'model' van de Molenaar.

Wellicht het meest waardevolle, maar zeer beslist het meest interessante deel van het proefschrift vormen mijns inziens de casebeschrijvingen en de analyses die de auteur ervan geeft. Stuk voor stuk zijn deze cases 'uit het leven gegrepen' en zeer zorgvuldig en genuanceerd beschreven.

De dossiers van de overnameadviseur waren daarbij een belangrijke informatiebron. Maar bovendien maakte de auteur zelf, 'aan de zijlijn', het overname en waarderingproces mee door belangrijke vergaderingen bij te wonen en de betrokkenen regelmatig te interviewen. Het resultaat van al deze inspanning is zeer de moeite waard. De lezer krijgt een goed beeld van de overwegingen die bij partijen spelen, van de tactieken die in het onderhandelingsproces worden gevolgd en van de waarderingen en waarderingmethoden die daarbij worden gehanteerd.

Het blijkt dat in de cases de DCF-methode maar sporadisch wordt toegepast. De auteur concludeert daaruit (p. 204) 'dat de DCF-methode niet de prominente rol speelt in de besluitvorming die op grond van de (financierings)literatuur verwacht mag worden.'

Mijns inziens wordt deze conclusie wat te snel getrokken; althans als de auteur daaraan algemene geldigheid zou willen geven en deze niet zou willen beperken tot de subset van waarderingssituaties waarop zijn onderzoek in feite betrekking heeft.

Ten onrechte wordt naar mijn mening in het proefschrift geen poging gedaan een schets te geven van het gehele veld van mogelijke waarderingssituaties dat zich in de praktijk

voordoet. Voor een gedegen analyse van het waarderingsvraagstuk is het mijns inziens nodig de volgende onderscheidingen te maken.

Allereerst in een waardering ten behoeve van:

- 1 een belegger (die géén controle over de onderneming krijgt);
- 2 een overnemer (die dit wél krijgt of althans bij beheer en bestuur wordt betrokken).

Daarnaast moet bij 2 onderscheid worden gemaakt tussen een waardering voor:

- a de koper of de verkoper zélf; ter bepaling van de 'maximale biedprijs' resp. de 'minimale laatprijs';
- b de koper en de verkoper samen, in een situatie met detailinformatie en *met* informatiesymmetrie (zonder bemiddelaar);
- c een overnamebemiddelaar in een situatie *zonder* informatiesymmetrie en veelal met beperkte detailinformatie;
- d een onafhankelijk deskundige ter vaststelling van een 'rechtvaardige prijs' tussen koper en verkoper.

Het verschil tussen een belegger en een overnemer (tussen 1 en 2 dus) is dat de belegger geen invloed heeft op het toekomstscenario van de onderneming en moet volstaan – evenals zijn medebeleggers – met een schatting van wat de ondernemingsleiding, in het licht van de te verwachten economische omstandigheden, van de onderneming zal maken. Gebruik van verhoudingsgetallen en het streven naar informatie-aggregatie zijn hier op z'n plaats. Anders is dat bij een 'overnemer'. Deze zal het toekomstscenario van de onderneming zelf (mede) bepalen en afhankelijk van de te kiezen strategie zal dit scenario een andere inhoud krijgen. Het kijken naar de waarderings (schattingen) van anderen heeft in deze situatie nauwelijks zin. Alleen met betrekking tot de externe economische omstandigheden is dit relevant. Maar niemand weet beter dan de overnemer zélf, welke richting hij met de onderneming zal inslaan. De overne-

mer moet dan ook de technisch beste waarderingsmethode (=DCF) toepassen en daarmee binnen het gekozen scenario gevoeligheidsanalyses uitvoeren. De reden dat de technisch beste waarderingsmethode moet worden toegepast is eenvoudig dat andere methoden meer of minder ernstige gebreken (vereenvoudigingen) vertonen die onder omstandigheden tot aantoonbaar foute waarderingsmethodes leiden. (Vergelijk bij voorbeeld ook de conclusies van Alan Gregory in zijn boek 'Valuing Companies' Woodhead-Faulkner 1992 p.48 en p.99 waar hij onder meer stelt: 'Our conclusion on earnings multiples must therefore be that they are rather in the nature of what language students sometimes call 'false friends'.')

Naar mijn mening heeft Holterman in zijn boek het onderscheid tussen belegger en overnemer niet altijd voldoende scherp getrokken, waardoor conclusies over waarderingsmethodes die betrekking hebben op beleggers, soms ongemerkt ook worden toegepast op overnemers.

De onderscheidingen a t/m d komen evenmin goed uit de verf. In de cases treft men alleen de situaties c en d aan (resp. in hoofdstuk 4 en 5); de situaties a en b worden niet behandeld. De functie van waarderingsmethodes en dus van waarderingsmethodes is in de twee eerstgenoemde situaties echter een geheel andere dan in de twee laatstgenoemde.

Voor de vaststelling van de maximale biedprijs c.q. de minimale laatprijs zullen 'overnemer' resp. 'overgever' – zoals zojuist vermeld – als ze rationeel zijn de technisch beste methode moeten gebruiken; dus de DCF-methode. Hoewel deze beiden in beginsel over de beste informatie beschikken (voor de 'overgever' is in dit verband relevant het alternatieve ondernemingsscenario dat moet worden gevolgd als de verkoop niet doorgaat), kan er natuurlijk toch zeer wel sprake zijn van grote onzekerheid; bijvoorbeeld

voor de overnemer in geval van een vijandig bod. Dit betekent wél dat er dan meer reden is naar alternatieve waarderingsmethodes te grijpen ter 'toetsing' van de gevonden waarde. Maar bij rationeel handelen zal de ultieme beoordeling van de waarde toch steeds moeten plaatsvinden op basis van de realiseerbare cash-flows, al was het maar door in omgekeerde richting te werken en uitgaande van een gegeven bod, na te gaan welke toekomstige cash-flows 'waar gemaakt' moeten worden om het gegeven bod te rechtvaardigen.

De voor situaties als onder a gemaakte waarderingsmethodes blijven in beginsel privé-calculaties die niet naar buiten komen.

Anders is dat in situaties als bedoeld onder b. Daar wordt op basis van gedetailleerde informatie binnen het DCF-model onderhandeld. Beide partijen beschikken in dit geval over ongeveer dezelfde informatie en deze kan het best nader worden uitgewerkt en in toekomstscenario's worden geconcretiseerd binnen de bestbeschikbare rekentechniek; zodat althans over de relevantie van rekenmethodes geen verschil van inzicht rijst. Een dergelijke aanpak zal zich kunnen voordoen bij verkoop van een minderheidsbelang aan de meerderheidsaandeelhouder. Naar verluidt zijn op deze wijze de onderhandelingen gevoerd door Philips bij de verkoop van een belangrijk Japans minderheidsbelang.

In situaties als genoemd onder c en d staat de functie van waarderingsmethodes in het onderhandelingsproces centraal; en wel met beperkte informatie die in het onderhandelingsproces wordt ingebracht. Daarbij gaat het erom op basis van bepaalde waarderingsmethodes partijen tot elkaar te brengen c; resp. de redelijkheid te betrachten d. De 'echte' waarheid voor de individuele koper of verkoper behoeft daarbij niet boven tafel te komen; een technisch perfecte waardering is in dit onderhandelingsproces niet nodig. Illustratief is in dit verband het voorval dat Holterman signaleert in de eerste case in

hoofdstuk 5. Een participatiemaatschappij koopt in die case een adviesbureau. De participatiemaatschappij verklaart voor het betreffende type onderneming een rentabiliteitseis (disconteringsvoet) te hanteren tussen de 20% en 30%. Maar beide partijen worden het eens over een (ver)koop prijs gelijk aan de voor het betreffende jaar geschatte jaarwinst, vermenigvuldigd met de gemiddelde K/W-verhouding van alle beursfondsen die genoteerd zijn aan de Amsterdamse effectenbeurs. Aannemende dat de participatiemaatschappij niet zomaar wat zegt over zijn rentabiliteitseisen, is er alleen consistentie tussen beide gegevens denkbaar als de participatiemaatschappij 'thuis' eerst een waardeberekening heeft gemaakt op grond van 'fors groeiende' cash flows en de uitkomst van die berekening vervolgens in het onderhandelingsproces aan de verkoper heeft 'verkocht' als 'jaarwinst x Amsterdamse K/W verhouding'.

Ten slotte nog de situaties van het type d. Daar gaat het om partners die afscheid nemen en vallen onder de blokkeringsregeling en om 'fairness opinions'. De DCF-calculation heeft daar maar beperkte betekenis. In geval van een vertrekkende partner is het niet rechtvaardig de aandelenwaarde uitsluitend te baseren op het toekomstscenario voor de onderneming dat goeddeels door de overblijvende partners waar gemaakt moet worden. Bij een 'fairness opinion' is vaak vooral relevant wat de alternatieve mogelijkheden zijn of wat vergelijkbare ondernemingen waard zijn. Andere dan DCF-methoden zullen daarbij – zoals Holterman ook terecht stelt – een wezenlijke rol spelen.

Uit deze snelle tocht langs verschillende te onderscheiden waarderingssituaties, komt een wat genuanceerder beeld naar voren met betrekking tot de bruikbaarheid van de DCF-methode, dan Holterman

schetst. Hoewel wij dus mogelijk over de wenselijkheid van het gebruik van uiteenlopende waarderingmethoden toch enigszins van mening verschillen en ik een wat meer uitgebreide behandeling van die problematiek op prijs had gesteld, is mijn eindoordeel over het proefschrift toch duidelijk positief. De sterke punten heb ik in het vorenstaande genoemd. Voor allen die geïnteresseerd zijn in waarderingsvraagstukken en hoe die zich in de praktijk manifesteren beveel ik het van harte ter lezing aan. En met Holterman hoop ik dat zijn boek verder onderzoek over het onderwerp zal stimuleren.

Prof. Dr. L. Traas

Prof. Dr. L. Traas is hoogleraar Bedrijfseconomie aan de Vrije Universiteit te Amsterdam. Zijn specialiteit is 'Management Accounting'.

Binnengekomen boeken

Interim management in de praktijk
J.J.W. van der Togt
Managementreeks
Uitgever: Kluwer Bedrijfswetenschappen
Prijs: f 53,00

Risicomangement
Serie Controlling in de praktijk
Drs. J.H.G. Louwman en
drs. H.B.A. Steens
Uitgever: Kluwer Bedrijfswetenschappen
Prijs: f 46,50

Inkomsten uit vermogen
2e druk
Mr. I.J.F.A. van Vijfeijken
Uitgever: Kluwer
Prijs: f 28,00