

Jaarrekening en aandeelhouderswaarde

D.W. van den Hof

Reactie op de column 'Aandeelhouderswaarde en jaarrekening' van Prof. Dr. M.N. Hoogendoorn in het MAB van juli/augustus 1997.

Aanleiding tot deze reactie:

In tegenstelling tot de heer Hoogendoorn, ben ik van mening dat goodwill, zowel gekocht als eigen, niet in de jaarrekening thuishoort.

Gaarne wil ik mijn mening toelichten via een aantal commentaren en kanttekeningen bij genoemde column.

De 'kop' van de column spreekt mij aan, hoewel ik voorkeur heb voor de volgorde 'Jaarrekening en aandeelhouderswaarde.'

De *jaarrekening* rapporteert aan de aandeelhouders wat met het *binnen de onderneming werkzame eigen vermogen* is bereikt.

Mede op basis van de jaarrekening ontwikkelt zich *buiten de onderneming de goodwill*, afhankelijk van de waarde die aandeelhouders toekennen aan de winstverwachtingen van hun onderneming.

Hoogendoorn geeft dit eigenlijk ook aan door zijn column te beginnen met:

(cursivering van mij)

- 'Volgens algemeen aanvaarde opvattingen is een *jaarrekening primair retrospectief gericht*' en
- 'De waarde van de onderneming, de *aandeelhouderswaarde of 'shareholder value' is toekomstgericht.*'

Daarna constateert hij: 'Er is derhalve sprake van een kloof tussen het eigen vermogen in de jaarrekening en de aandeelhouderswaarde. Een kloof die merkwaardige gevolgen heeft.' Voorts stelt hij vast 'dat aandeelhouders wel degelijk waarde toekennen aan goodwill (proefschrift

Huygen 1996) ook al wordt deze niet geactiveerd' en 'dat betaling voor goodwill ook door aandeelhouders als een voor activering vatbare investering wordt gezien.'

Tot zover ben ik het met hem eens, behalve waar het de kloof betreft.

Volgens mij zit het merkwaardige namelijk niet in veronderstelde gevolgen van de kloof, maar in het feit dat er, gezien vanuit de aandeelhouder, helemaal geen kloof bestaat.

Wanneer hij op de uiteindelijke kernvraag: 'Is het wenselijk de huidige kloof tussen aandeelhouderswaarde en eigen vermogen te dichten' antwoordt: 'Ik vind van wel', moet ik dan ook afhaken.

Ik vind namelijk van niet.

Voor de aandeelhouder bestaat het totaal van zijn aandeelhouderswaarde gewoon uit de som van het voor hem in de onderneming werkzame eigen vermogen en zijn waardering van de door die onderneming in de toekomst met dat eigen vermogen voor hem te behalen resultaten, de goodwill.

Het is daarom inderdaad niet verrassend dat het juist de aandeelhouders zijn die aan goodwill waarde toekennen. Het is ook logisch dat aandeelhouders betalingen voor goodwill, die dagelijks op de beurs en incidenteel bij acquisities door of namens hen plaatsvinden, als voor activering vatbare investeringen zien, echter niet van de onderneming maar van zichzelf.

In mijn ogen is het merkwaardig te veronderstellen dat toekomstige winst, waarvan de waarde-

D.W. van den Hof was tot eind 1996 Hoofd van de Corporate Afdeling Bestuursinformatie van Akzo Nobel en als zodanig belast met het opstellen van de jaarrekening. Hij is thans Coördinator van het Akzo Nobel Jaarverslag.

ring bij de aandeelhouders van dag tot dag verandert, bij de onderneming zelf als reeds in de onderneming werkzaam eigen vermogen aange-merkt zou kunnen worden.

Goodwill is dus ongetwijfeld een voor activering vatbare investering. De vraag is alleen wiens investering het is.

Mijn antwoord luidt: Goodwill is een investering van de aandeelhouder, niet van de onderneming. Dit geldt zowel voor eigen als voor geacquireerde goodwill. De wijze van financiering van geacquireerde goodwill is daarop niet van invloed. Het maakt niet uit of de acquisitie door aandeelhouders rechtstreeks in aandelen, voor hun rekening en risico in contanten ten laste van het eigen vermogen, of in een combinatie van aandelen en contanten wordt betaald.

De wijze van financiering van een acquisitie wordt bepaald door het streven naar maximale shareholder value via het zoeken naar een afgewogen balans (gearing) tussen:

- optimalisatie van debt-leverage uit financiering met vreemd vermogen, en
- het bewaken van de continuïteit van de onderneming door het handhaven van een gezonde solvabiliteit, gebaseerd op voldoende risicodragend kapitaal (uiteraard exclusief goodwill!).

Maximalisatie van de nettowinst vraagt om optimale gearing. Sub-optimale gearing behoort in feite te leiden tot uitkering aan aandeelhouders van het in die situatie in het eigen vermogen aanwezige 'surplus' en substitutie daarvan door vreemd vermogen c.q. vermindering van liquide middelen. In een optimale gearing situatie is er dan ook geen vreemd vermogen beschikbaar voor financiering van eventuele acquisities en zal eigen vermogen van aandeelhouders moeten worden (terug)gehaald. Het is daarom logisch dat, wanneer financiering van acquisities in contanten plaatsvindt, dit ten laste moet worden gebracht van het nettovermogen, het 'tegoed' van de aandeelhouders bij de onderneming.

Hoogendoorn laat zich er niet over uit of na dichting van de 'kloof', op de alsdan geactiveerde goodwill zou moeten worden afgeschreven. Gezien de sterke fluctuaties die zich van dag tot dag in de beurskoers (aandeelhouderswaarde) en bijgevolg in de goodwill kunnen voordoen, kan ik mij een zinvolle afschrijvingsmethodiek niet voorstellen.

Overigens zou zo'n goodwillafschrijving in principe leiden tot een langdurige reductie van de nettowinst tot ongeveer het niveau van de lange termijn rente + een risico-opslag, hetgeen mij weinig informatief lijkt.

Wanneer in de jaarrekening de goodwill van de onderneming als geheel zou worden opgenomen, zoals Hoogendoorn voorstaat, impliceert dit dat daarin per definitie de niet-identificeerbaar volledig geïntegreerde actuele waarde van in het verleden gekochte goodwill zou zijn begrepen.

Het als separaat activum in de jaarrekening verantwoord van 'bevroren' gekochte goodwill zou niet passen in zo'n totaalconcept. Dit ondergraaft naar mijn gevoel de huidige algemene trend tot activering en afschrijving van geacquireerde goodwill en sterkt mij in de overtuiging dat goodwill in alle gevallen alleen voor aandeelhouders een voor activering vatbare investering vormt.

Hoogendoorn wijst erop dat adequate verantwoording naar aandeelhouders een essentieel aspect is van Corporate Governance. Ik ben het daar geheel mee eens en vind juist daarom dat het 'dichten van de kloof' door activering van goodwill in de jaarrekening geen adequate verantwoording naar aandeelhouders is. Een rentabiliteitsratio op basis van zo'n jaarrekening zou de nettowinst - na goodwillafschrijving - relateren aan de aandeelhouderswaarde per balansdatum, wat geen adequate informatie genoemd kan worden.

De aandeelhouder zal voor zichzelf eerder een P/E-ratio berekenen die de nettowinst van de onderneming, uiteraard zonder goodwillafschrijving, relateert aan de gemiddelde beurswaarde van zijn aandeel over de verslagperiode. Vermelding van deze ratio in het jaarverslag, als service voor de aandeelhouders, lijkt mij wel te passen in een adequate verantwoording.

In de voorlaatste alinea noemt Hoogendoorn de beurswaarde een 'objectieve indicatie van de ondernemingswaarde.' Even later merkt hij echter op dat 'de waarde van een onderneming niet in dezelfde mate fluctueert als de beurskoers.'

Als alternatief voor de jaarlijkse waardebepaling denkt hij aan inschakeling van onafhankelijke taxateurs, en verwacht dat 'al te grote afwijkingen tussen aandeelhouderswaarde en beurswaarde zich redelijkerwijze niet voor kunnen doen.' Gelet op de sterke fluctuaties van de beurskoersen, met name in 1997, vraag ik mij af of dit een realistische veronderstelling is.

Hoogendoorn zou graag reeds op korte termijn in de toelichting van de jaarrekening een verklaring willen zien voor de verschillen tussen beurswaarde en eigen vermogen. Dit lijkt mij een moeilijke opgave. De ondernemingsleiding zou dan in de jaarrekening de invloed van veranderingen in het beursklimaat op de beurswaarde van de onderneming moeten verklaren en de redenen moeten aangeven waarom een waardering door eventuele 'onafhankelijke taxateurs' afwijkt van de beurswaarde en van het eigen vermogen (exclusief goodwill), een en ander gedekt door een accountantsverklaring.

Alles overwegend ben ik door de beschouwingen van Hoogendoorn gesterkt in de overtuiging dat goodwill voor de onderneming geen voor activering vatbare investering is.

Voor aandeelhouders daarentegen is goodwill wel een voor activering vatbare investering. Zij kennen de waarderingsproblemen niet: die ontstaan pas wanneer we proberen hun goodwill in de jaarrekening van de onderneming op te nemen.

Hoogendoorn denkt dat het nog wel zo'n 20 jaar zal duren voordat de door hem gesignaleerde

kloof door wet- en regelgeving wordt gedicht.

Ik hoop dat men lang voordien goodwill (h)erkent als een alleen bij aandeelhouders voor activering vatbare investering en constateert dat er geen 'kloof' te dichten valt.

NOOT

Hoogendoorn noemt het niet activeren van gekochte goodwill als de belangrijkste oorzaak voor de grote verschillen. Ik denk dat de 'eigen' goodwill vaak groter is dan de gekochte. Activering van gekochte goodwill zou het gerapporteerde eigen vermogen niet echt 'meer in de buurt' van de aandeelhouderswaarde brengen. Wanneer dit wel het geval zou zijn, is het geen goed teken, omdat dit zou wijzen op een groot tekort aan waardering bij de aandeelhouders voor de eigen performance van de onderneming. Ter illustratie: Bij Akzo Nobel bedroeg ultimo 1996 de boekwaarde van gekochte goodwill (geactiveerd op basis van US-GAAP, niet geactiveerd in de jaarrekening op Nederlandse grondslagen) ca. NLG 5 miljard, terwijl op basis van de beurswaarde (september 1997) voor Akzo Nobel een totale goodwill van omstreeks NLG 15 miljard berekend kan worden.

Over de activering van gekochte en zelfgekweekte goodwill

Nawoord door Prof. Dr. M.N. Hoogendoorn

Dat de heer Van den Hof de moeite heeft genomen een schriftelijke reactie te geven op mijn column 'Aandeelhouderswaarde en jaarrekening' stel ik zeer op prijs. Vooral vind ik het belangrijk dat de reactie komt uit de praktijk van de jaarverslaggeving; de heer Van den Hof was immers tot eind 1996 belast met het opstellen van de jaarrekening van Akzo Nobel.

De kern van het betoog van de heer Van den Hof is dat noch zelfgekweekte noch gekochte goodwill in de jaarrekening behoren te worden geactiveerd. Hieraan gerelateerd komen verschillende aspecten aan de orde, waarvan mijns inziens de belangrijkste zijn:

1 goodwill behoort niet tot het in de onderneming werkzame eigen vermogen, maar is een investering van de aandeelhouders zelf;

- 2 een zinvolle afschrijvingsmethodiek op geactiveerde goodwill is niet mogelijk;
- 3 het activeren van de zelfgekweekte goodwill impliceert dat de actuele waarde van de in het verleden gekochte goodwill wordt geactiveerd, hetgeen niet past bij de algemene trend tot activering en afschrijving van gekochte goodwill;
- 4 een rentabiliteitsratio op basis van de jaarrekening levert geen adequate informatie op;
- 5 het is geen realistische veronderstelling te denken dat de aandeelhouderswaarde en de beurswaarde niet al te sterk van elkaar zullen afwijken;
- 6 het in het traditionele model opnemen in de toelichting van een verklaring voor de verschillen tussen beurswaarde en eigen vermogen is een moeilijke opgave.

Op deze aspecten zal ik in het navolgende ingaan.

1 Goodwill is een investering van de aandeelhouders en niet van de onderneming

De stelling dat goodwill een investering is van de aandeelhouders en niet van de onderneming (en dat goodwill daarom niet tot het in de onderneming werkzame vermogen kan worden gerekend) miskent naar mijn mening het onderscheid tussen leiding en kapitaalverschaffing. Aandeelhouders zijn verschaffers van risicodragend vermogen. De ondernemingsleiding wendt dit vermogen aan in de bedrijfsuitoefening. Daarbij is er geen belangrijk verschil tussen bijvoorbeeld het investeren in een machinepark en het investeren in een andere onderneming. Goodwill is daarom net zo goed een investering van de onderneming als het machinepark. In de beschouwingwijze dat aandeelhouders feitelijk de eigenaren van de onderneming zijn, is goodwill ook een investering van de aandeelhouders, maar het behoort in mijn visie wel degelijk tot het in de onderneming werkzame vermogen. De ondernemingsleiding dient aan de aandeelhouders verantwoording af te leggen over de aanwending van het vermogen, waaronder over de investering in de andere onderneming (dus de investering in de goodwill). Het direct afboeken van de goodwill van het eigen vermogen houdt een zekere versluiering van de verantwoording in. Het is om die reden dat door het International Accounting Standards Committee (IASC) het activeren van gekochte goodwill inmiddels verplicht is gesteld (IAS 22 (revised 1993) 'Accounting for Business Combinations'). Onlangs is ook het Verenigd Koninkrijk, van oudsher de medestander van Nederland in het direct afboeken van gekochte goodwill van het eigen vermogen, van standpunt veranderd: ook volgens FRS 10 'Goodwill and Intangible Assets' (Accounting Standards Board, 1997) is activering van goodwill verplicht.

De theoretische redenering verandert niet veel indien de zelfgekeekte goodwill in de beschouwing wordt betrokken. Zelfgekeekte goodwill kan worden gedefinieerd als dat deel van de door het beleid van de ondernemingsleiding gecreëerde waarde dat niet door middel van andere activa tot uitdrukking kan worden gebracht. Een verhoging van de zelfgekeekte goodwill kan worden

vergeleken met bijvoorbeeld een waardeestijging van een pand: zoals de waardeestijging van een pand direct tot uitdrukking wordt gebracht in het eigen vermogen (als onderdeel van de herwaarderingsreserve), zo zou dit op dezelfde wijze mogelijk zijn met wijzigingen in de zelfgekeekte goodwill.

Op het punt van de verantwoording aan aandeelhouders lijkt echter een zekere cirkelredenering aanwezig: de omvang van de zelfgekeekte goodwill wordt bij beursondernemingen bepaald door de waardering *door* de aandeelhouders (indien de aandeelhouderswaarde en beurswaarde aan elkaar gelijk worden gesteld) en vervolgens legt de ondernemingsleiding verantwoording af *aan* de aandeelhouders over de waardeestijging. Toch is mijns inziens van een cirkelredenering geen sprake: de waardering van de aandeelhouders betreft de toename of afname van het gerapporteerde eigen vermogen; de ondernemingsleiding rapporteert afzonderlijk in hoeverre deze mutatie in het eigen vermogen veroorzaakt is door een toe- of afname van zelfgekeekte goodwill en/of door mutaties in andere activa en passiva.

2 Een zinvolle afschrijvingsmethodiek is niet mogelijk

Van den Hof kan zich een zinvolle afschrijvingsmethodiek van geactiveerde goodwill niet voorstellen. En daar sluit ik mij graag bij aan. In theorie zou de gekochte goodwill moeten worden afgeschreven over de verwachte gebruiksduur, maar het is onmogelijk om vooraf op betrouwbare wijze deze gebruiksduur vast te stellen. In de regelgeving worden daarom arbitraire grenzen gesteld, zoals (in beginsel) 20 jaar door het IASC en 40 jaar in de Verenigde Staten. Een doorbraak is in dit verband de eerdergenoemde FRS 10 in het Verenigd Koninkrijk: in deze standaard wordt het (onder voorwaarden) mogelijk geacht dat op gekochte goodwill in het geheel niet wordt afgeschreven (waarbij een beroep wordt gedaan op de 'true and fair view override': een afwijking van de specifieke wettelijke bepalingen in verband met het inziensvereiste). Wel dient dan ieder jaar te worden vastgesteld of de waarde van de goodwill in stand is gebleven. Is dat niet het geval dan dient een bijzondere waardevermindering ('impairment') te worden doorgevoerd. Deze benadering ligt ook ten grondslag aan het aandeelhouderswaardemodel dat ik in mijn column heb geschetst.

3 Activeren zelfgekweekte goodwill impliceert waarden van in het verleden gekochte goodwill tegen actuele waarde

Een belangrijke onderbouwing voor het afschrijven van gekochte goodwill is dat geleidelijk gekochte goodwill wordt vervangen door zelfgekweekte goodwill. De stap die FRS 10 maakt, kan daarom als een eerste impliciete (en onbedoelde) erkenning worden gezien van het mogen activeren van zelfgekweekte goodwill. Een bovengrens is daarbij de oorspronkelijke koopprijs: het is niet toegestaan de actuele waarde van de gekochte goodwill op te nemen. Men kan stellen, zoals Van den Hof, dat het activeren van zelfgekweekte goodwill impliceert het activeren van de in het verleden gekochte goodwill tegen actuele waarde. De conclusie die ik hieruit trek is dat het onderscheid tussen gekochte en zelfgekweekte goodwill minder scherp is dan vaak wordt verondersteld. Maakt het voor de weergave van de economische positie veel uit of de groei is gekocht (door overnames van andere ondernemingen) of dat de groei op eigen kracht tot stand is gebracht? Het gaat toch om de positie waarin de betreffende onderneming zich nu bevindt?

Ook op dit punt zie ik een belangrijke ontwikkeling in de regelgeving. Het IASC stelt in E60 'Intangible Assets' (1997) uitdrukkelijk dat er vanuit economisch gezichtspunt bij de verwerking in de jaarrekening geen onderscheid dient te worden gemaakt tussen gekochte en zelf-ontwikkelde immateriële activa. Voorts is het IASC van mening dat immateriële activa en goodwill op dezelfde wijze in de jaarrekening dienen te worden verwerkt. Dat zijn twee belangwekkende opvattingen in de richting van het aandeelhouderswaardemodel. De volgende stappen zullen een logisch vervolg zijn: waardering tegen actuele waarde (wordt in E60 in zeer beperkte mate mogelijk geacht) en activering van zelfgekweekte goodwill (wordt in E60 nog uitdrukkelijk uitgesloten). FRS 10 behandelt goodwill en immateriële activa eveneens op dezelfde wijze en is daarbij twee stappen verder dan het IASC: de eerdergenoemde mogelijkheid dat op gekochte goodwill niet wordt afgeschreven en het feit dat waardering tegen actuele waarde in ruimere mate mogelijk is. Ook in FRS 10 wordt activering van zelfgekweekte goodwill echter expliciet uitgesloten.

4 Rentabiliteitsratio levert geen adequate informatie op

De rentabiliteit van het eigen vermogen is de verhouding tussen de gerapporteerde nettowinst en het gemiddeld uitstaande eigen vermogen gedurende het boekjaar. In het aandeelhouderswaardemodel betekent dit dat de mutatie in de aandeelhouderswaarde wordt gerelateerd aan de gemiddelde aandeelhouderswaarde. Dat lijkt mij inderdaad een weinig zinvol kengetal. Overigens moet ook aan de zinnigheid van een rentabiliteitsratio worden getwijfeld in het model van de heer Van den Hof: het direct van het eigen vermogen afboeken van de goodwill leidt tot een relatief hoger nettoresultaat en een relatief lager eigen vermogen, hetgeen de rentabiliteitsratio kan opstuwten tot onrealistische hoogten van soms wel meer dan 200% (zie bijvoorbeeld Hers, 1991).

De conclusie kan niet anders zijn dan dat in het aandeelhouderswaardemodel de financiële analyse een andere inhoud krijgt. Van groot belang wordt de samenstelling van de aandeelhouderswaarde en de oorzaken van de mutaties daarin. Het maakt voor het gepercipieerde risicoprofiel van de onderneming nogal wat uit of de stijging van de aandeelhouderswaarde voornamelijk is veroorzaakt door bijvoorbeeld een waardestijging van liquide beleggingen of door een stijging van de zelfgekweekte goodwill (om maar eens twee uitersten te noemen). Juist in het identificeren van onzekerheden en risico's ten aanzien van toekomstige waardeontwikkelingen moet de kracht liggen van de nieuwe financiële analyse.

Maar ook bij de nieuwe financiële analyses zullen ratio's een rol spelen. In dit verband is zeer interessant het bericht dat Unilever zijn succes (mede) gaat afmeten aan de koersontwikkeling. Ik citeer uit het bericht in het NRC (Ottens en Van der Walle, 1997): 'Unilever laat het boekhoudkundige begrip nettowinst als toetssteen voor de geleverde prestaties varen. In plaats daarvan wil de Brits-Nederlandse multinational het creëren van waarde vangen in de indicator 'Total Shareholder Return' (TSR). (...) De boekhoudkundige gegevens van een bedrijf vinden uiteindelijk hun neerslag in de winst- en verliesrekening, de balans en de kasstroom. Maar deze volgens boekhoudkundige regels gepresenteerde cijfers komen zelden overeen met de economische werkelijkheid. Die werkelijkheid wordt door de meeste bedrijven gezien als het creëren van waarde (...)'. TSR

wordt berekend aan de hand van de koersstijging van de afgelopen drie jaar, waarbij vervolgens een vergelijking wordt gemaakt met een 'peer group' van twintig andere bedrijven. Unilever staat in deze ontwikkeling niet alleen. In vergelijkbare zin kan worden gewezen op de rapportering door diverse bedrijven van de EVA (Economic Value Added) en door Philips van de RONA (Return on Net Assets). Kenmerk van al deze prestatiemaatstaven is dat een sterkere koppeling met de ontwikkeling van de aandeelhouderswaarde wordt gemaakt.

5 Aandeelhouderswaarde en beurswaarde liggen niet altijd dicht bij elkaar

In mijn column heb ik aangegeven dat de beurswaarde een objectieve indicatie is van de aandeelhouderswaarde (of ondernemingswaarde). De heer Van den Hof wijst terecht op het probleem van de sterke fluctuaties van de beurskoersen. Toch betekent dit volgens mij nog niet dat om die reden de beurswaarde een minder geschikte maatstaf is. Beurskoersen fluctueren als gevolg van ontwikkelingen in collectieve verwachtingen, onder andere ten aanzien van de toekomstige cash flows van de betreffende individuele ondernemingen. Een belangrijke veronderstelling daarbij is wel dat de aandelenmarkt efficiënt is.

6 Verklaring van de verschillen tussen beurswaarde en eigen vermogen is een moeilijke opgave

Menig ondernemer zal zelf regelmatig verrast zijn door de ontwikkeling van de beurskoers van zijn onderneming, dus het lijkt wat vergaand om nu te verlangen dat de ondernemer zelf in de toelichting een verklaring geeft voor het verschil tussen beurswaarde en het (op traditionele wijze bepaalde) eigen vermogen. Daarom zal de gewenste toelichting beperkt zijn tot de vermelding van de omvang van het verschil, van de ontwikkeling in de omvang, en van mogelijke door de ondernemer zelf identificeerbare oorzaken. Om maar een enkel voorbeeld van deze oorzaken te noemen:

- waardevolle immateriële activa zijn niet op de balans opgenomen;
- immateriële activa zijn gewaardeerd tegen historische kostprijs, en de actuele waarde is hoger;
- goodwill is in het verleden direct afgeboekt van het eigen vermogen;

- er zijn langlopende winstgevende contracten afgesloten;
- voor balansdatum is bekend gemaakt dat in het volgende jaar een deelneming naar verwachting met winst zal worden verkocht;
- vastgesteld is dat de financiële crisis in Azië de toekomstige resultatenontwikkeling zal beïnvloeden.

Slot

Zoals aangegeven is de kern van het betoog van de heer Van den Hof dat noch zelfgekweekte noch gekochte goodwill in de jaarrekening thuis horen. Daarmee ben en blijf ik het oneens. Ten aanzien van zelfgekweekte goodwill delen velen wel de mening van de heer Van den Hof. Op het punt van gekochte goodwill zie ik duidelijk een kentering. De internationale regelgeving verplicht tot activering en afschrijving. Langzamerhand begint de Nederlandse praktijk zich daarbij aan te sluiten. Van de 45 hoofd- en midkapfondsen per 2 januari 1996 hebben 8 ondernemingen in de jaarrekening 1997 de gekochte goodwill geactiveerd¹ (De Bos en Krens, 1997). Ik denk dat aandeelhouders daar blij mee zijn.

L I T E R A T U U R

- Accounting Standards Board, Financial Reporting Standard (FRS) 10, 'Goodwill and Intangible Assets' (1997).
- Bos, A. de, en F. Krens, (1997), Immateriële activa, in: Het jaar 1996 verslagen (onder redactie van J.A.G.M. Koevoets, L.G. van der Tas, R.G.A. Vergoossen), NIVRA geschrift 67, pp. 15 - 36.
- Hers, F., (1991), Het grote bellen blazen, FEM, 17 augustus, pp. 64 - 69.
- International Accounting Standards Committee, IAS 22 (revised 1993), 'Business Combinations' (1993).
- International Accounting Standards Committee, E60 'Intangible Assets' (1997).
- Otten, Rammelt, Erik van der Walle, Unilever meet succes aan koers (NRC, 8 november 1997).

N O O T

- ¹ De Boer Winkel, Boskalis, Hoogovens, KLM, KPN, Philips, Polygram en Wolters-Kluwer.