

De invloed van IFRS op analisten

Bart Kamp

SAMENVATTING Na het verschijnen van de eerste cijfers en jaarrekening volgens IFRS is het opvallend stil gebleven in de vakliteratuur en financiële pers met betrekking tot de gevolgen van IFRS op de beleggingsanalyse. De grote lijn lijkt te zijn dat de invoering van IFRS weinig invloed heeft gehad op de oordeelsvorming van analisten. Sommige ratio's komen mogelijk structureel op een ander niveau te liggen. Dat kan gevolgen hebben voor de benchmarks die gebruikt worden en voor kredietscoremodellen zoals banken die hanteren. Opvallend is dat de nadruk meer en meer op kasstromen komt te liggen in plaats van op winstcijfers. Grote veranderingen in gepresenteerde winstcijfers, bijvoorbeeld door het niet meer afschrijven op goodwill, lijken daarom nauwelijks invloed te hebben op de beleggingsanalyse.

1 Inleiding

“De invoering van de nieuwe verslaggevingseisen is soepeler verlopen dan werd verwacht. Grote bewegingen in aandelenkoersen bleven uit en de interesse voor de veranderingen in de cijfers bij analisten en beleggers is tanende.” Dat stelden twee investor relations managers en een analist tijdens een congres van International Investor Relations Federation (IIFR). Inderdaad heeft de introductie van IFRS geen schokbewegingen veroorzaakt in de beurskoersen. Het Franse bureau JCF vergeleek het koerspatroon van Europese ondernemingen over de periode 2004-voorjaar 2005 met die van Amerikaanse ondernemingen (waar de overgang naar IFRS dus niet aan de

orde was) en vond geen significante afwijkingen.¹ Schadewitz en Vieru (2006) vonden vergelijkbare uitkomsten.

In dit artikel wordt een bloemlezing gegeven over de gevolgen van de invoering van IFRS voor de beleggingsanalyse. Omdat hieromtrent nog maar weinig literatuur is verschenen, is vooral geput uit Het Financieele Dagblad, beleggingsrapporten van analisten en berichten en publicaties op Internet. Dit betreffen dan vooral publicaties van investment banks en onderzoeksbureaus op het gebied van de kapitaalmarkt (al dan niet gelieerd aan de grote accountantskantoren). In paragraaf 2 wordt ingegaan op de bekendheid van IFRS onder analisten. In paragraaf 3 komen aspecten van de overgang naar IFRS aan de orde: begrijpen analisten de gevolgen in de eerste IFRS-jaarrekening, en hoe gaan ze om met vergelijkende cijfers? Daarbij wordt tevens ingegaan op elektronische databanken met jaarrekeninggegevens. De paragrafen 4 en 5 beschrijven de tendens om meer nadruk te leggen op kasstromen in plaats van winstcijfers, en in hoeverre het kasstroomoverzicht gevoelig is voor de overgang naar IFRS. In paragraaf 6 worden enige bijzonderheden van de financiële analyse met betrekking tot kredietverlening besproken. Paragraaf 7 sluit af met enkele conclusies.

2 De voorbereiding op de komst van IFRS

In de loop van 2005 zijn er enkele onderzoeken uitgevoerd over hoe analisten over IFRS denken. Dat waren voornamelijk surveys (interviews en enquêtes) en analyses van conference calls die ondernemingen aanboden aan analisten. PwC / Ipsos Mori (2006) constateert dat driekwart van de 187 ondervraagde analisten van zichzelf vindt dat hij of zij voldoende kennis heeft van IFRS. Ook KPMG (2006) en Lybaert en Orens (2005) vonden een dergelijk percentage in Australië respectievelijk België. Deze onderzoeken

Dr. B. Kamp RA is verbonden aan BDO CampsObers en hoofddocent aan de Universiteit van Tilburg.

geven echter aan hoe de analisten zelf denken over hun IFRS-kennis. Hier tegenover staat het onderzoek van het Britse onderzoeksbureau Fallon Stewart (2005) waarin op basis van interviews met analisten gesignaleerd werd dat Britse banken nauwelijks IFRS-trainingen aanboden aan hun analisten. De Jong en Roelofsen (2005) signaleren dat veel vragen over de vereisten van IFRS worden gesteld, hetgeen volgens de auteurs duidt op een gebrek aan kennis.

De beantwoording van de vraag of IFRS invloed zou moeten hebben op de beleggingsbeslissing begint vaak met de constatering dat IFRS niet waarde-relevant is omdat de daadwerkelijke kasstromen *in principe* gelijk blijven. Vanuit de veronderstelling dat de waarde van de onderneming gelijk is aan de contante waarde van de verwachte kasstromen, zou een andere wijze van toerekening aan perioden (het accrualbeginsel) geen invloed kunnen hebben op de waarde van de onderneming. Maar vervolgens worden er twee complicaties gesignaleerd:

- a de grotere mate van transparantie en disclosure kan wel nieuwe relevante informatie naar de markt brengen;
- b ondernemingen zullen wellicht hun bedrijfsvoering aanpassen om ook onder IFRS de bestaande gepresenteerde financiële verhoudingen te handhaven. Daarmee kan echter het daadwerkelijke risico/rendementsprofiel veranderen.

Ad a. Bij de presentatie van de eerste IFRS-jaarrekeningen waren veel analisten verrast door de hoge voorzieningen voor pensioenverplichtingen. Voorheen waren deze tekorten veelal off balance gebleven, zonder duidelijke toelichting. Met IFRS komen deze tekorten wel on balance, maar daar staat tegenover dat analisten aangeven het nu moeilijker te vinden om een prognose van de pensienkosten te maken. De analisten zien dus wel meer verplichtingen en meer componenten van de kosten, maar de berekeningswijze draagt niet bij aan de voorspelkracht van de jaarrekening. Ook de veelal ruimere consolidatiekring en de strengere eisen rond derecognition van securitization en factoring brachten meer schulden in beeld. IFRS kan echter ook leiden tot een grotere informatie-onzekerheid: de verwachte grotere volatiliteit van de cijfers maakt dat sommige analisten zich minder behaaglijk voelen bij de gepresenteerde cijfers.²

Ad b. Dit argument wordt met name gebruikt rond hedge accounting. Door de veelal strengere voorwaarden waarbinnen hedge accounting mag worden toegepast is het denkbaar dat ondernemingen hun

hedge-strategieën zullen aanpassen. De vraag is in hoeverre daarmee de risico-exposure verandert. Een saillant voorbeeld is ABN Amro, waarover het Financieele Dagblad schrijft: "ABN Amro heeft de verwachte nettowinst in dollars voor dit jaar afgedekt met derivaten. 'We gaan uit van een daling van de dollar', aldus cfo Hugh Scott-Barrett. De bank was anderhalf jaar geleden juist met hedging gestopt omdat de waarde van de derivaten sterk fluctueert. Onder IFRS werkt dit door in de resultaten." (FD, 27 april 2006). Het effect op de jaarrekening speelt dus een belangrijke rol bij de beslissing om al of niet hedging toe te passen. Een opmerkelijk beleid past het Britse bedrijf Rolls Royce toe door er voor te kiezen om ten principale geen hedge *accounting* toe te passen. De onderneming handhaaft de huidige wijze van risico-afdekking, dus de exposure verandert in principe niet. De extra volatiliteit in de gepresenteerde cijfers wordt daarbij voor lief genomen. Ook op andere gebieden zijn 'economic consequences' waar te nemen. Bekend zijn het omzetten van toegezegd-pensioenregelingen in toegezegde bijdrageregelingen³ en de afnemende belangstelling voor beloning in opties. Weliswaar zijn dit primair zaken waarover het ondernemingsbestuur beslist, maar onzekerheid hieromtrent werkt door naar hoe analisten naar ondernemingen kijken. Het Amerikaanse Standard & Poor's (S&P) verwacht bijvoorbeeld dat veel ondernemingen hun vrije kasstroom zullen gebruiken om het nu gepresenteerde pensioentekort terug te brengen naar het niveau van eerdere jaren. Met name in het eerste jaar van overgang is het de kunst om onderscheid te kunnen maken tussen de effecten die slechts boekhoudkundig van aard zijn en de daadwerkelijke veranderingen in de bedrijfsprocessen.

Fallon Stewart (2005) signaleert dat in het Verenigd Koninkrijk slechts een beperkt aantal analistenbureaus en investment banken een duidelijke strategie heeft geformuleerd inzake de gevolgen van IFRS. Een voorbeeld van zo'n aanpak is het screenen van alle gebruikte financiële ratio's op gevoeligheid voor de overgang naar IFRS. Indien een ratio naar verwachting volatieler zal worden, en dus aan voorspelkracht verliest, wordt gezocht naar alternatieve maatstaven. Een andere consequentie van de invoering van IFRS kan zijn dat analisten de fondsen die ze volgen uitbreiden of verschuiven naar ondernemingen die voorheen rapporteerden volgens grondslagen waar de analist niet goed bekend mee was. Bae et al. (2006) vinden dat naarmate de toegepaste accounting standards meer afwijken van de 'eigen' (lokale) accounting standards, analisten minder gauw een

fonds volgen. Bovendien neemt dan de nauwkeurigheid in de winstvoorspelling van de analisten af. De invoering van IFRS zou dan deze belemmeringen opheffen zodra analisten gewend zijn aan IFRS. Een grotere kring van analisten die de onderneming volgt, brengt de aandacht voor de onderneming onder een breder beleggerspubliek, hetgeen gunstig is voor het aantrekken van vermogen op de kapitaalmarkt.

Daar waar sommige accountantskantoren benadrukken dat de overgang naar IFRS een impact kan hebben op de gehele bedrijfsvoering, beschouwt S&P de overgang naar IFRS slechts als een cumulatieve van diverse stelselwijzigingen. Wel geeft S&P aan dat door de overgang naar IFRS de normwaarden van diverse ratio's moet worden herzien. Immers, sommige IFRS-standards leiden tot structureel andere niveaus van vermogen en resultaat zonder dat de werkelijke financiële positie is veranderd. Hiervoor zullen nieuwe ervaringsregels opgebouwd moeten worden, hetgeen mogelijk meerdere jaren zal duren.⁴

Driekwart van de door Fallon Stewart (2005) ondervraagde analisten had zich helemaal niet specifiek voorbereid op IFRS. Slechts de helft van de analisten heeft aanpassingen gemaakt op de gebruikte analysemodellen. Van zowel de door PwC / Ipsos MORI (2006) als de door het Australische Finsia (2005) ondervraagde analisten gaf de helft aan dat IFRS van invloed is geweest op de daadwerkelijke beleggingsbeslissingen. Naast de resterende vraag hoe sterk die invloed is geweest – immers, de beleggingskeuze hangt af van een veelheid van factoren – geeft dit aan dat IFRS kennelijk niet zo'n grote rol speelt: voor ongeveer de helft van de analisten had IFRS geen invloed op de beleggingskeuzes. Wel waardeerde een meerderheid van de analisten de grotere mate van vergelijkbaarheid en transparantie. Dat laatste punt is opmerkelijk, gegeven dat dit onderzoek plaatsvond toen er nog slechts interimrapporten over 2005 waren verschenen. Er was dus nog nauwelijks ervaring met de grotere mate van disclosure.

3 De eerste jaarrekening volgens IFRS

Een ruime meerderheid van de ondervraagde analisten vindt de uitleg die ondernemingen hebben gegeven over de overgang naar IFRS duidelijk en begrijpelijk. Maar kennelijk zijn analisten ook gauw tevreden, gezien de ervaring die veel investor relation medewerkers hebben met briefings rond de overgang naar IFRS: veelal werden nauwelijks vragen gesteld. "Zes maanden werk voor vijf minuten uitleg", zoals een Investor Relations-manager het verwoordde.

Een belangrijk punt bij de overgang naar IFRS is dat ook de vergelijkende cijfers in de eerste IFRS-jaarrekening zijn gebaseerd op de nieuwe grondslagen. Uit diverse analistenrapporten⁵ blijkt inderdaad dat de ontwikkeling van de resultaten wordt besproken ten opzichte van de cijfers zoals die in de jaarrekening 2005 als vergelijkende cijfers zijn opgenomen. Toch zijn analisten hier niet altijd consequent in. Met name in gedeeltes van analistenrapporten, waar kerncijfers voor meerdere jaren worden samengevat, komt het voor dat voor het boekjaar 2004 de cijfers zoals die in de jaarrekening 2004 waren – dus op grond van Titel 9 – zijn opgenomen. Denkbaar is dat analistenbureaus deze cijfers putten uit intern opgebouwde databases waarbij voor 2004 niet gecorrigeerd wordt voor IFRS. Deze trendbreuk doet zich uiteraard ook voor bij 'openbare' commerciële databanken met jaarrekeninggegevens. Inmiddels is bekend dat de database van Worldscope voor het boekjaar 2004 zowel de oorspronkelijke als de naar IFRS aangepaste cijfers zal bevatten. De Nederlandse databank annualreports.info van IQ-Info is vooral georiënteerd op het opnemen van full text jaarverslagen. Daarin zijn dus de aan IFRS aangepaste vergelijkende cijfers automatisch opgenomen. Daarnaast biedt deze databank echter ook Excelbestanden met daarin kerncijfers over meerdere periodes. In deze bestanden worden voor 2004 ook zowel de oorspronkelijke als de naar IFRS aangepaste cijfers opgenomen. De gebruiker kan dus kiezen. IQ Info biedt tevens de IFRS-cijfers in XBRL aan. De databanken REACH, en Compustat en Amadeus – die vaak als basis voor wetenschappelijk onderzoek worden gebruikt – nemen uitsluitend de oorspronkelijke cijfers op. Voor empirisch onderzoek, dat de periode van 2004/2005 omvat, kan dit in bepaalde gevallen bezwaarlijk zijn. Immers, vooralsnog lijkt de markt in 2005 vooral de aan IFRS aangepaste cijfers als uitgangspunt te nemen om de cijfers over 2005 te evalueren, terwijl de trends op grond van de databasegegevens gebaseerd zullen zijn op de oorspronkelijke cijfers. Een andersoortig risico van 'spraakverwarring' in de overgangsperiode deed zich voor bij de I/B/E/S database. In deze database worden winstverwachtingen van een brede kring van analisten verwerkt tot gemiddelde winstverwachtingen per onderneming. Naarmate meer IFRS-informatie naar buiten kwam, ontstond de onduidelijkheid over welke winst een verwachting werd uitgesproken: op basis van lokale standards of de verwachte winst onder IFRS? I/B/E/S loste dit op door per onderneming te beoordelen welk type verwachting het meest frequent was, en nam het gemiddelde van die verwachtingen op, met een indicatie of het een IFRS gebaseerde winst betrof.

4 Nadruk op kasstromen in plaats van winst

Als inderdaad de IFRS-kennis van veel analisten nog niet op voldoende niveau zou zijn, maar anderzijds er geen paniek is uitgebroken toen in 2005 alleen nog op basis van IFRS werd gerapporteerd, zou dat kunnen duiden op functionele fixatie: analisten blijven gefixeerd op de oude accounting cijfers zonder het beslissingsproces aan te passen aan de veranderde accounting standards (Cardinaels et al., 2001).

Een andere verklaring zou kunnen zijn dat de winstcijfers niet zo'n prominente rol spelen in de beleggingsanalyse. Op verschillende plaatsen valt inderdaad te beluisteren dat mede door de komst van IFRS-analisten zich meer op kasstromen dan op winstcijfers baseren bij hun analyses. De opkomst van EBIT(D)A (Earnings Before Interest, (Depreciation) and Amortization) is daar een duidelijke indicatie van: kosten die geen kasstroom zijn zoals afschrijvingen worden uit het winstcijfer geëlimineerd. Al in eerdere jaren verschenen er onderzoeken waaruit bleek dat EBITDA een grotere voorspellende waarde heeft dan de (netto)winst per aandeel (zie bijv. Jennings et al., 2001). Deze nadruk die al in de praktijk op EBITDA wordt gelegd, maakt dat de verandering die doorgaans de grootste invloed heeft op de winst, het niet meer afschrijven van goodwill, voor analisten nauwelijks tot geen invloed heeft op hun analyses. Ook vóór de overgang naar IFRS werd al voor deze afschrijving gecorrigeerd.

Kredietbeoordelaar Fitch focust zich bij het beoordelen van banken op "recurring core operating profit", waarbij ongerealiseerde posten (lees: posten zonder corresponderende kasstromen) worden geëlimineerd.⁶ Fitch ziet dan ook weinig toegevoegde waarde in het verwerken van veranderingen in fair value in het resultaat. Hedge accounting stelt analisten voor het dilemma van enerzijds de subjectiviteit van fair value en het non-cash karakter en anderzijds de demping van de ongewenste volatiliteit wanneer geen hedge accounting zou worden toegepast. Analisten geven aan nog niet een goed beeld te hebben of en hoe voor hedge accounting gecorrigeerd moet worden in de gepresenteerde cijfers.

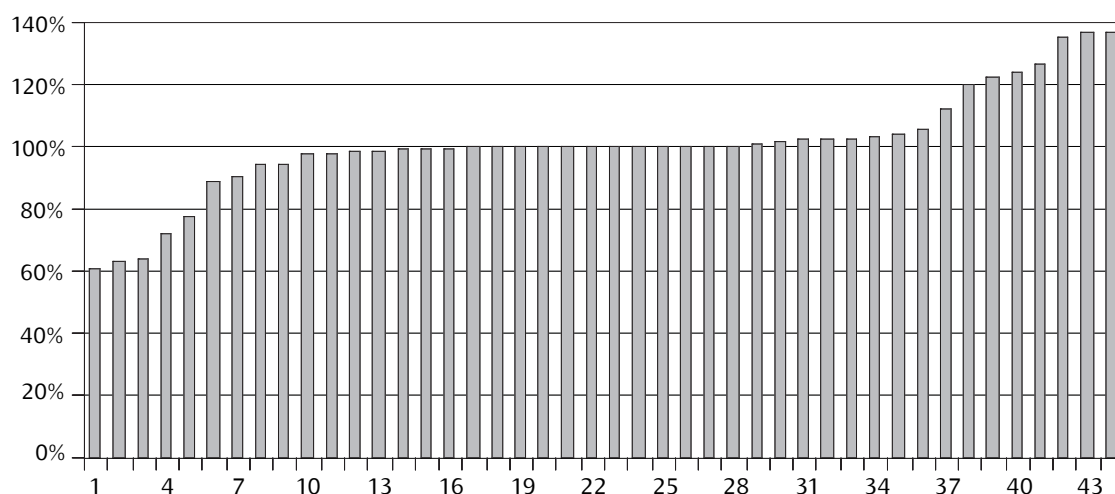
S&P geeft aan dat vooral de keuzemogelijkheden binnen IFRS om al of niet fair value toe te passen, zoals bij materiële vaste activa en vastgoedbeleggingen, onwenselijk is. Dit leidt tot een verslechterde vergelijkbaarheid ten opzichte van bijvoorbeeld US GAAP, waarbij alleen waardering tegen kostprijs mogelijk is. S&P noemt als voorbeeld het Nederlandse

vastgoedfonds Rodamco. Rodamco lijkt echter dezelfde mening als S&P toegedaan. Zo valt in het Financieele Dagblad te lezen: "Hoe dan ook vormt het nettoresultaat voor Rodamco Europe geen betrouwbare graadmeter. Hoewel dit jaar niet meer stuk lijkt te kunnen, begeeft Hulshoff zich met elke uitspraak over het nettoresultaat op glad ijs. Dit omdat hij marktomstandigheden als investeringsrendementen niet zelf in de hand heeft. Onder de IFRS-boekhoudregels, die begin dit jaar werden ingevoerd, wordt het vastgoed periodiek getaxeerd. Hierdoor kunnen de herwaarderingsresultaten een grotere volatiliteit vertonen. Hulshoff is zich hier terdege van bewust en laat zich niet verleiden om verder te kijken dan het directe resultaat."⁷

Toch blijft ook de winst per aandeel relevant. Hoewel professionele beleggers zich meer en meer richten op Discounted Cashflow-achtige waarderingsmethoden, wordt onderkend dat bijvoorbeeld particuliere beleggers die nog wel gericht zijn op de traditionele winstcijfers invloed kunnen hebben op de koersontwikkeling van aandelen. Ook de verandering in accruals (het verschil tussen de operationele kasstroom en het bedrijfsresultaat) blijft volgens sommige analisten een leading indicator van toekomstige rendementen. Hoewel al weer enigszins gedateerd, zijn de bevindingen van Ashbaugh en Pincus (2001) hoopgevend voor IFRS. Zij vonden dat de winstvoorspellingen door analisten beter (nauwkeuriger) waren bij ondernemingen die (toentertijd) IAS toepasten, en dat de voorspellingen ook beter werden indien een onderneming overstapte van lokale grondslagen naar IAS.

5 Invloed van IFRS op het kasstroomoverzicht

Op grond van het voorgaande lijken kasstromen bij de beleggingsanalyse een grote rol te spelen. Wellicht zelfs meer dan de winstcijfers. Het is daarom interessant om te kijken of IFRS ook invloed heeft op de gepresenteerde kasstromen. Op voorhand is wellicht te verwachten dat de overgang naar IFRS nauwelijks gevolgen zal hebben voor de kasstromen. Immers, de kasstromen staan los van waarderingsvraagstukken (afgezien van enig effect van omrekening van buitenlandse valuta). Maar daarmee is nog niet gezegd dat ook het kasstroomoverzicht niet gevoelig is voor IFRS. In het kasstroomoverzicht worden de kasstromen gerubriceerd naar drie hoofdstromen: operationele kasstromen, investeringskasstromen en financieringskasstromen. Het rubriceren van individuele kasstromen naar een van deze drie hoofdstromen kan subjectief zijn, of voortvloeien uit de gekozen verwer-

Grafiek 1 Operationele kasstroom als vergelijkend cijfer 2005 t.o.v. 2004

kingswijze in de balans en winst- en verliesrekening. Denk bijvoorbeeld aan ontwikkelingskosten. Indien ontwikkelingskosten worden geactiveerd, gelden de betreffende uitgaven als investeringskasstroom. Worden ontwikkelingskosten echter direct ten laste van het resultaat gebracht, dan zijn het operationele kasstromen. Het al dan niet activeren van ontwikkelingskosten kan door de overgang naar IFRS veranderen. Een zelfde soort effect treedt op bij het onderscheid tussen operational en financial lease: bij operational lease zijn de uitgaven van de leasetermijnen operationele kasstromen, bij financial lease een combinatie van rente (operationeel of financiering) en aflossing (financieringskasstroom). Daarnaast kan een verschil in consolidatiekring ertoe leiden dat kasstromen van bepaalde bedrijfsactiviteiten al of niet in het kasstroomoverzicht tot uitdrukking komen. Tenslotte kan nog het middelbegrip wijzigen: hoort 'rood staan' op de bank tot de liquide middelen of is het een financieringsbron?

Om het effect van IFRS op het kasstroomoverzicht in kaart te brengen, zijn 44 willekeurig gekozen Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen onderzocht. Hierbij werd de operationele kasstroom, zoals gepresenteerd in de jaarrekening over 2004, vergeleken met de vergelijkende cijfers (dus eveneens over 2004) in het kasstroomoverzicht in de jaarrekening over 2005.⁸ Slechts bij 10 van de 44 ondernemingen (23%) blijken beide kengetallen volledig identiek. In 16 gevallen liggen beide kengetallen zeer dicht bij elkaar: de vergelijkende cijfers in de jaarrekening over 2005 liggen tussen 97 en 104 procent van de operatio-

nele kasstroom in de jaarrekening 2004. In de overige gevallen (40%) is er echter een materieel verschil tussen beide cijfers, met extremen van 61 respectievelijk 137 procent van de kasstroom over 2004.

Hoewel IFRS dus duidelijk minder invloed heeft op het kasstroomoverzicht dan op bijvoorbeeld de nettowinst, zijn materiële afwijkingen geen uitzondering. Het terugvallen op kasstroomgegevens garandeert dus niet een bestendige analyse voor en na de introductie van IFRS.

Overigens zijn er analisten die, net als bij winstcijfers, stelselmatig aanpassingen maken in de gepresenteerde kasstromen. Een voorbeeld dat met name door de komst van IFRS aan belang wint, is IFRS 2 inzake beloningen in opties. Bij de totstandkoming van IFRS 2 was de discussie vooral of de waarde van personeelsopties als kosten verantwoord dient te worden of dat meer nadruk moet worden gelegd op het eigen vermogenkarakter van opties. Hoe personeelsopties beschouwd dienen te worden in een kasstroomgeoriënteerde beleggingsanalyse is echter nog niet helemaal uitgekristalliseerd. De waarde van toegekende personeelsopties drukken nu weliswaar op de winst, maar leiden op dat moment nog niet tot een kasstroom. De daadwerkelijke kasstromen die samenhangen met optiebeloning blijken nog niet eenduidig uit de jaarrekening. Veelal kopen ondernemingen eigen aandelen in om zo de gewenste vermogensverhouding te herstellen die door uitoefening van de opties mogelijk zou veranderen als nieuwe aandelen zouden worden uitgegeven. Voor een onderneming

in de volwassen fase van de levenscyclus (dat wil zeggen, een stabiele omvang van de onderneming) betekent dat dat de uitgaven voor inkoop van eigen aandelen min of meer te beschouwen zijn als de kasstroom die betrekking heeft op de optieregeling. Het bezwaar van analisten tegen de huidige opzet van het kasstroomoverzicht is dat deze uitgaven die naar hun aard betrekking hebben op de beloning van personeel of management als financieringskasstroom worden verwerkt in plaats van operationele kasstroom. Sommige analisten zoals rating agency Fitch herubriceren deze kasstroom dus naar de operationele kasstroom, maar stellen (terecht) dat ook hiermee dit slechts een benadering is van de werkelijke uitgaven die samenhangen met optiebeloningen.⁹

6 Kredietbeoordeling

Vooralsnog is er binnen Nederland nog weinig ervaring bekend met het beoordelen van de kredietwaardigheid van ondernemingen die volgens IFRS rapporteren. Om toch enige indruk te krijgen van het potentiële effect van IFRS op de kredietbeoordeling door Nederlandse banken is de volgende analyse gemaakt.

BDO CampsObers Business Restructuring Services heeft in 2005 een model ontwikkeld dat een krediet-score voor ondernemingen berekent. Bij de opzet van het model is getracht dit zo representatief mogelijk te maken over hoe banken de kredietwaardigheid van ondernemingen beoordelen. Hierbij is gebruik gemaakt van de bancaire kennis en ervaring die BDO heeft verzameld. Het model is gebaseerd op zowel financiële als niet-financiële kenmerken van ondernemingen. De totale score die het model berekent wordt voor tweederde bepaald door de financiële factoren, de overige eenderde score wordt bepaald door niet-financiële factoren. Een dergelijke verhouding tussen financiële en niet-financiële factoren bij kredietbeoordeling wordt onder andere ondersteund door Kamp (1998).

Voor dit onderzoek is gebruik gemaakt van de module van financiële factoren van het BDO-model. Op basis van jaarrekeninggegevens worden scores berekend op drie hoofdgebieden:

- de ruimte voor rentebetaling en aflossing;
- de vermogensverhouding; en
- de ruimte voor het stellen van zekerheden.

Opvallende eigenschappen van het model zijn dat het gericht is op (operationele) kasstromen in plaats van winstcijfers en op garantievermogen in plaats van eigen vermogen alleen. Bij de bepaling van het garan-

tievermogen wordt geactiveerde goodwill in mindering gebracht. In totaal is de financiële module gebaseerd op 21 invoerwaarden. Per hoofdgebied wordt een score berekend die in 5 klassen kan vallen (van goed tot slecht). De totale score valt in 45 oplopende klassen.

Voor dit onderzoek zijn voor 11 beursgenoteerde ondernemingen de financiële scores berekend op enerzijds de jaarrekening over 2004 en anderzijds op de vergelijkende cijfers (dus eveneens met betrekking tot 2004) in de jaarrekening over 2005. Door beide scores met elkaar te vergelijken wordt dus het effect van de overgang op IFRS bepaald op de uitkomsten van het model.

De uitkomsten zijn dat in 4 gevallen de uitkomst voor beide stelsels (Titel 9 en IFRS) gelijk zijn. In 6 gevallen is de uitkomst bij toepassing van IFRS lager, variërend van 1 tot 13 klassen (gemiddeld 8 klassen). Bij slechts 1 onderneming valt de score bij toepassing van IFRS hoger uit.

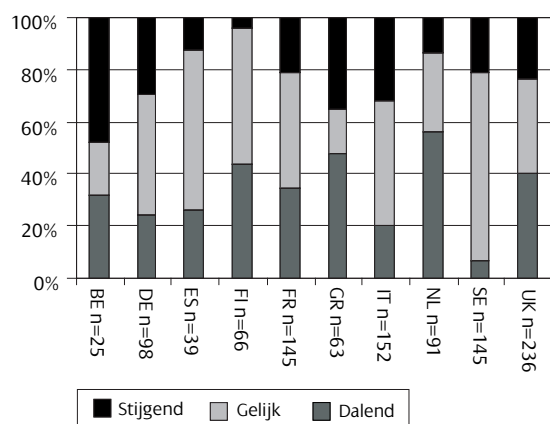
Opvallend is dus de tendens dat de kredietwaardigheid door toepassing van IFRS veelal slechter lijkt dan bij toepassing van Titel 9. Door de complexiteit van de berekening van het model is niet eenduidig te herleiden door welke factoren dit komt. Gegeven dat het model activering en afschrijving van goodwill buiten beschouwing laat, zijn er kennelijk nog andere factoren dan het bekende verschil in verwerking van goodwill tussen IFRS en Titel 9 die een materiële invloed hebben op de kredietbeoordeling. Denkbaar is dat het verschil in presentatie van de kasstromen zoals eerder in dit artikel geconstateerd doorwerkt in de kredietbeoordeling.

Traditioneel lijkt de solvabiliteitsratio een belangrijke rol te spelen bij de kredietbeoordeling. Een analyse door zakenbank Dresdner Kleinwort Wasserstein van vijftig grote Europese ondernemingen geeft aan dat de schulden van deze ondernemingen bij toepassing van IFRS gemiddeld met 16 procent stijgen¹⁰. Gemiddeld blijft bij de door Dresdner Kleinwort Wasserstein onderzochte ondernemingen het eigen vermogen gelijk, hetgeen suggereert dat de solvabiliteitsratio structureel daalt. De Universiteit van Tilburg heeft echter een grotere database samengesteld. Hiermee kan voor 1096 Europese beursgenoteerde ondernemingen de impact worden berekend op de solvabiliteitsratio. Tabel 1 geeft de verdeling van het stijgen, dalen of gelijkblijven van de solvabiliteitsratio (eigen vermogen als percentage van het balanstotaal) en het balanstotaal.

Tabel 1 Verandering van de solvabiliteit (o.b.v. 2004 versus vergelijkende cijfers 2005)

N = 1096	Solvabiliteitsratio	Balanstotaal
Daling (< -1%)	31%	8%
Gelijkgebleven (-1% - +1%)	45%	42%
Stijging (> +1%)	23%	50%

Grafiek 2 Invloed van IFRS op de solvabiliteitsratio, per land



Tabel 1 laat zien dat er een opwaarts effect is op het balanstotaal. Dit wordt echter niet structureel veroorzaakt door een stijging van de schulden. Ook het eigen vermogen stijgt vaak, zodat uiteindelijk de solvabiliteitsratio niet een duidelijk dalende trend heeft. Indien de solvabiliteit daalt, is dat gemiddeld met 9 procentpunten; indien de solvabiliteit stijgt, is dat gemiddeld met 7 procentpunten.

Grafiek 2 splitst de invloed op de solvabiliteitsratio uit naar een aantal landen. Opvallend zijn België, met relatief vaak een positief effect op de solvabiliteitsratio, en Zweden waar IFRS nauwelijks invloed lijkt te hebben op de solvabiliteitsratio. In Nederland daalt de solvabiliteit relatief vaak. Dit zou kunnen samenhangen met de classificering van preferente aandelen die onder IFRS vaak als vreemd vermogen verwerkt moeten worden. Anderzijds werd hier door veel Nederlandse ondernemingen al op geanticipeerd door de financiering te herzien (zie onder andere De Jong et al., 2006).

Bij de elf ondernemingen die onderzocht zijn in het kader van het kredietscoremodel neemt de solvabiliteitsratio toepassing van IFRS met gemiddeld zes procentpunten af; bij vier van de elf ondernemingen is dit beperkt tot maximaal twee procentpunten. Het effect van IFRS op de solvabiliteitsratio wisselt dus sterk per onderneming. De correlatie tussen de solva-

biliteitsratio en de totaalscore van het model is 0,32, hetgeen illustreert dat de solvabiliteitsratio weliswaar een belangrijke, maar geen overheersende factor (meer) is in de kredietbeoordeling.

Indien het model representatief geacht kan worden voor de gemiddelde praktijk van kredietbeoordeling door Nederlandse banken (hetgeen een primaire doelstelling was bij het ontwikkelen van het model), dan suggereert de uitkomst van deze analyse de volgende consequenties:

- Banken dienen hun kredietscoremodellen aan te passen voor IFRS, dat wil zeggen voor IFRS-jaarrekeningen andere parameters te gebruiken dan voor Titel 9-jaarrekeningen. Dat de scores bij toepassing van IFRS afwijken, zou gedeeltelijk verklaard kunnen worden doordat IFRS mogelijk risico's zichtbaar maakt die voorheen niet uit de cijfers bleken. Maar dat er een gemiddelde tendens is dat de scores lager uitvallen, zou suggereren dat Nederlandse ondernemingen structureel minder kredietwaardig zijn dan voorheen gedacht. Dat laatste lijkt onwaarschijnlijk. De uitkomsten van deze analyse doen vermoeden dat dit een materieel aspect is. Door het Basel II akkoord dat voor banken een nauwkeurigere onderbouwing van het kredietrisico eist, zullen kredietscoremodellen alleen maar in belang toenemen.
- Voor ondernemingen die kiezen voor IFRS-toepassing zullen de implicaties voor de kredietbeoordeling en daarmee hun leningsvoorwaarden voorlopig onzeker zijn.

Naast het effect van de kwantitatieve kredietscores zal de beoordeling door banken tevens beïnvloed worden door de grotere mate van disclosure. Paul Stephen van Standard & Poor's merkt op dat een rating kan wijzigen "if new information is revealed through [an IFRS-compliant disclosure], particularly as it relates to the fair value of assets which we might have taken a different view on, or reveals additional debt obligations or other obligations which we had not been aware of."¹¹ Ongeacht de inhoud van de toelichting zou de toepassing van IFRS een positief imago-effect kunnen hebben door de grotere mate van transparantie die IFRS uitstraalt. Of dit effect zich ook daadwerkelijk voordoet is nog niet bekend.

7 Samenvatting en conclusies

"De invoering van IFRS is vergelijkbaar met de millenniumbug. We waren er heel bang voor, maar het blijkt tot op heden een non-event".¹² Na het verschijnen van de eerste cijfers en jaarrekeningen

volgens IFRS is het opvallend stil gebleven in de vakliteratuur en financiële pers. De grote lijn lijkt te zijn dat de invoering van IFRS weinig invloed heeft gehad op de oordeelsvorming van analisten. De sprong in vermogen die de overgang naar IFRS veroorzaakte lijkt weinig aandacht getrokken te hebben. De cijfers over 2005 lijken vooral vergeleken te worden met de aan IFRS aangepaste vergelijkende cijfers, in plaats van met de oorspronkelijke cijfers over 2004. Voor een meerjaren-analyse kan de overgang naar IFRS wel voor een 'hobbel' zorgen. Sommige ratio's komen mogelijk structureel op een ander niveau. Dat kan ook gevolgen hebben voor de benchmarks die gebruikt worden. Een beperkte analyse van de invloed van IFRS op een krediet-scoremodel suggereert dat IFRS in Nederland een structureel negatieve invloed heeft op kredietcores. Modellen en ervaringsregels zullen dus voor deze structurele afwijking aangepast moeten worden.

Opvallend is dat de nadruk meer en meer op kasstromen komt te liggen, in plaats van op winstcijfers. IFRS lijkt daarmee in schoonheid te sterven: ondanks het theoretisch fundament dat de IASB legt onder de toenemende mate waarin fair value-veranderingen invloed hebben op de winstcijfers, wordt dit door analisten grotendeels uit de cijfers geëlimineerd. Dit geldt met name voor hedge accounting en de verwerking van personeelsopties. Met deze complexe standards lijkt de IASB dus zijn doel voorbij te schieten. Daar waar toepassing van fair value optio- neel is – bijvoorbeeld bij de waardering van onroerend goed – wordt deze keuzeruimte juist als een ongewenste diversiteit in grondslagen gezien. Het niet meer afschrijven op goodwill veroorzaakt weliswaar een groot verschil in gepresenteerde winst, maar heeft nauwelijks invloed op de beleggingsanalyse omdat voorheen de afschrijving toch al uit het resultaat werd gehaald in de vorm van EBITDA. Ook het kasstroom-overzicht blijkt echter niet altijd geheel ongevoelig te zijn voor de overgang naar IFRS, al zijn de afwijkingen hierin veel minder frequent en omvangrijk dan bij de winst- en verliesrekening.

Dat er al met al geen of nauwelijks noemenswaardige koersreacties zijn geweest geeft te denken. Vooralsnog heeft IFRS en de daarmee gepaard gaande betere voorspelbaarheid van de cijfers dus kennelijk nog niet geleid tot lagere vermogenskosten (zie o.a. ook Daske, 2006), hetgeen toch de primaire aanleiding was voor de ontwikkeling van IFRS. Of het voordeel van IFRS pas op langere termijn tot uitdrukking zal komen is maar de vraag. Dat analisten zouden moeten 'wennen'

aan de grotere mate van disclosure lijkt onwaarschijnlijk: nieuwe informatie wordt geacht direct in de prijsvorming verwerkt te worden. Ook de trendbreuk in de cijfers wordt grotendeels ondervangen door de aan IFRS aangepaste vergelijkende cijfers. Alleen de mogelijke verschuiving (verbreding) in het volgen van fondsen door analisten lijkt een effect te zijn dat pas op een wat langere termijn tot effecten op de vermogenskosten kan leiden. Ook voor kredietbeoordeling komt een onderneming 'op cijfers' mogelijk in eerste instantie op achterstand te staan. Van een 'vliegende start' van IFRS lijkt dus geen sprake te zijn. ■

Literatuur

- Ashbaugh, H. en M. Pincus (2001), Domestic Accounting Standards, International Accounting Standards, and the Predictability of Earnings, *Journal of Accounting Research*, vol. 39, no. 3, pp. 417-434.
- Bae, K.H., H. Tan, en M. Welker (2006), International GAAP differences: The impact on foreign analysts, *Draft paper*, School of Business, Queen's University.
- Cardinaels, E. F. Roodhooft, en L. Warlop (2001), De voordelen van een accurater kostprijsstelsel in een competitieve prijszettingcontext, *Tijdschrift voor Economie en Management*, vol. 46, no. 3, pp. 405-429.
- Daske, H. (2006), Economic Benefits of Adopting ifrs or US-GAAP – Have the Expected Cost of Equity Capital Really Decreased?, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 33, no. 3, pp. 329-373.
- Fallon Stewart (2005), *The adoption of International Financial Reporting Standards, Who should lead the way?*, maart, zie: www.citigatedr.co.uk.
- Financial Services Institute of Australasia (2005), *Company reporting – the Equity Analyst's Perspective*, zie: www.finsia.edu.au/cms/data/live/files/20741.pdf
- Jennings, R., M. LeClere, en R.B. Thompson II (2001), Accounting principles and practices - Goodwill Amortization and the Usefulness of Earnings, *Financial Analysts Journal*, vol. 57, no. 5, pp. 20-28.
- Jong, A. de, M.A. Rosellón, en P. Verwijmeren (2006), De invloed van IFRS op preferente aandelen in Nederland, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 7/8 (juli/augustus), pp. 336-342.
- Jong, R.G.T. de, en E.M. Roelofsen (2005), ifrs en investor relations, *Controllers Magazine*, no. 6, pp. 38-42.
- Kamp, B. (1998), *Solvency assessment and annual reporting*, Tilburg University Press.
- KPMG (2006), *A work in process – Insights into the views of Australian financial analysts in relation to AIFRS*, zie: www.kpmg.com.au.
- Lybaert, N., en R. Orens (2005), Hoe verwerkt de financiële analist de invoering van de IAS/ifrs regelgeving? Een bevraging bij de sell-side analisten, *Accountancy & Bedrijfskunde*, vol. 25, no. 8, pp. 19-28.
- PricewaterhouseCoopers (2006), *IFRS: The European Investors' View*, February, zie: www.pwc.com/ifrs.
- Schadewitz, H., en M. Vieru (2006), Firm's pre-reporting and valuation impacts of ifrs transition reconciliations, *paper*, European Accounting Association.
- Swinkels, L.A.P. (2006), Zijn pensioenregelingen gewijzigd als gevolg van de introductie van IFRS?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 80, no. 11 (november), pp. 562-570.

Noten

- 1 JCF Outlook, 5 april 2005.
- 2 Todd Kennedy: Changes to Reported Earnings under IFRS, SSGA, www.ssga.com
- 3 Zie bijvoorbeeld "Risico van pensioen afgewenteld", Het Financieele Dagblad, 27 december 2005. Zie ook Swinkels (2006), in dit themanummer.
- 4 Ontleend aan een interview in "Investors fly blind", in *CFO*, 1 april 2005.
- 5 Op basis van circa twintig willekeurig geselecteerde analistenrapporten van enkele grote Nederlandse banken / analistenbureaus.
- 6 "Fitch Improves Transparency Of Its Bank Analysis On IFRS Uptake", persbericht 3 november 2005, www.fitchratings.com.au
- 7 Het Financieele Dagblad, "Glad ijs", d.d. 16 augustus 2005
- 8 Sommige ondernemingen splitsen de operationele kasstroom in een operationele kasstroom en kasstromen uit de bedrijfsactiviteiten, of soortgelijke benamingen. Voor deze analyse is de 'bottom line' operationele kasstroom gehanteerd, om te voorkomen dat verschillen ontstaan door herrubriceringen binnen de operationele kasstroom.
- 9 Zie noot 8.
- 10 "IFRS results snapshot: piling on the debt", Dresdner Kleinwort Wasserstein, mei 2005
- 11 Ontleend aan een interview in "Investors fly blind", in *CFO*, 1 april 2005.
- 12 Dick Kors, hoofd Investor Relations bij Stork in "Angst voor IFRS blijkt vooralsnog ongegrond", in Het Financieele Dagblad d.d. 16 september 2005