De invloed van IFRS op een beursgang in de Europese Unie

Teye Marra en Jeroen Suijs

SAMENVATTING De invoering van International Financial Reporting Standards (IFRS) vanaf 2005 voor alleen beursgenoteerde ondernemingen in de Europese Unie (EU) kan een negatieve invloed hebben op de aantrekkelijkheid van een beursgang voor ondernemingen in de EU. Het voldoen aan IFRS betekent voor de meeste beursgenoteerde ondernemingen dat zij meer informatie moeten communiceren en dat de keuzevrijheid in verslaggevingsmethoden afneemt. Als gevolg hiervan zou de ondernemingsleiding haar bedrijfsgevoelige informatie minder goed kunnen beschermen. Omdat de nieuwe Europese verslaggevingseisen vooralsnog alleen gelden voor beursgenoteerde ondernemingen, zou deze wijziging invloed kunnen hebben op het verschil in financieringskosten tussen publiek en privaat financieren. Vooral voor jonge en innovatieve ondernemingen kan daardoor de toegankelijkheid van publiek vermogen worden belemmerd, hetgeen de groeimogelijkheden van deze ondernemingen aantast. Met name regelgevende autoriteiten zouden dit mogelijk negatieve effect van verscherpte regelgeving meer aandacht mogen geven.

1 Inleiding

De concentratiebeweging van effectenbeurzen, ingezet door de liberalisering van de wereldeconomie en de daardoor veroorzaakte uitbreiding van internationale bedrijfsactiviteiten, heeft de vraag naar meer eenvormige verslaggeving sterk verhoogd. Onlangs heeft de Europese Unie (EU) besloten, als volgende stap in de reeds lang geleden ingezette koers naar Europese harmonisatie, de verslaggevingseisen voor alle onder haar jurisdictie ressorterende beursgenoteerde ondernemingen gelijk te stellen. Vanaf 2005 moet de geconsolideerde jaarrekening voldoen aan de door de International Accounting Standards Board (IASB) uitgevaardigde richtlijnen: de International Financial Reporting Standards (IFRS)[1]. Deze verandering in de verslaggevingseisen zal voor de meeste beursgenoteerde ondernemingen in de EU betekenen dat zij meer informatie moeten communiceren en dat de keuzevrijheid in verslaggevingsmethoden afneemt. Zo zal over de onderdelen fusies/overnames, financiële instrumenten en pensioenen in veel gevallen meer informatie moeten worden verschaft, en de vrijblijvendheid waarmee kan worden afgeweken van verslaggevingsrichtlijnen zal verdwijnen; van IFRS mag vrijwel niet worden afgeweken. Dit betekent voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen dat, ondanks dat IFRS reeds voor een groot deel is overgenomen in de *Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving* (RJ-richtlijnen), de mogelijkheid om daarvan af te wijken omwille van het inzicht (zoals de huidige wetgeving nog voorschrijft) verdwijnt. Uit de hoek van het bedrijfsleven is, niet geheel verrassend, de additionele informatieplicht en de inperking van de keuzevrijheid niet in alle gevallen met gejuich ontvangen. De financiële sector bijvoorbeeld heeft recentelijk nogal hevig geageerd tegen de nieuwe verslaggevingsregels inzake financiële instrumenten[2].

In dit artikel willen wij ingaan op de mogelijk nadelige gevolgen van de invoering van IFRS voor het bedrijfsleven. We richten ons daarbij in het bijzonder op de mogelijkheid van beursgenoteerde ondernemingen om hun concurrentiegevoelige informatie te beschermen. De verslaggevingsstandaard uitgevaardigd door de IASB is een dwingender keurslijf dan het huidige, meer op inzicht gestoelde Nederlandse

Dr. T.A. Marra is werkzaam bij de vakgroep Financiering, Belegging en Accounting, Faculteit der Economische Wetenschappen, Rijksuniversiteit Groningen.
Dr. J. Suijs is werkzaam bij het departement Accounting en Accountancy aan de Universiteit van Tilburg.

verslaggevingssysteem. Een gevolg van een meer stringente verslaggevingsstandaard is dat de ondernemingsleiding haar bedrijfsgevoelige informatie minder goed kan beschermen. Doordat ze minder makkelijk kan afwijken van de verslaggevingsrichtlijnen, zouden met name concurrenten (eerder) kunnen worden geïnformeerd over gevoelige zaken als bedrijfsstrategieën en investeringsplannen. Anders dan voorgaande Europese initiatieven zal de nieuwe verslaggevingsstandaard in eerste aanleg alleen gelden voor beursgenoteerde ondernemingen. Dat roept de vraag op of daarmee de toegankelijkheid van openbare effectenbeurzen en dus publieke financieringsmiddelen in de EU wordt belemmerd. Als namelijk de verscherping van de verslaggevingseisen vooral kosten met zich meebrengt voor beursgenoteerde ondernemingen, dan zal dat de toegang tot publieke financieringsmiddelen beperken. In dit artikel willen wij vooral dieper ingaan op de mogelijk negatieve gevolgen van de partiële invoering van IFRS voor het functioneren van effectenbeurzen in de EU.

In het vervolg van dit artikel zullen wij in paragraaf 2 eerst uiteenzetten welke rol de verslaggeving speelt bij het functioneren van effectenbeurzen. Vervolgens zal in paragraaf 3 nader worden ingegaan op de mogelijk negatieve gevolgen van het uitbreiden van verslaggevingseisen. Daarbij zullen wij in het bijzonder aandacht besteden aan de relatie tussen de ondernemingsleiding, vermogensverschaffers en productmarktconcurrenten. Vervolgens gaan we in paragraaf 4 dieper in op de mogelijke gevolgen van het veranderen van verslaggevingseisen op de beslissing om naar de beurs te gaan. Ten slotte volgen in paragraaf 5 onze conclusies.

2 De rol van financiële verslaggeving bij het functioneren van effectenbeurzen

Na de recente beursschandalen lijkt het ter discussie stellen van de rol van de financiële verslaggeving bij het functioneren van effectenbeurzen triviaal. De huidige set van verslaggevingswetten en -regels evenals het toezicht op de naleving ervan lijkt ontoereikend getuige de recente grootschalige boekhoudschandalen. Enron en Worldcom zijn twee bekende voorbeelden uit de VS en Ahold en Parmalat zijn twee in het oog springende Europese voorbeelden. Deze en andere, minder recente debacles hebben het vertrouwen in de communicatie van de ondernemingsleiding in het algemeen en de financiële verslaggeving in het bijzonder op zijn zachtst gezegd niet goed gedaan. Als gevolg daarvan zijn bewegingen in gang gezet ter verbetering van de communicatie van het management met externe vermogensverschaffers (in het bijzonder aandeelhouders) als onderdeel van het meer omvattende proces ter verbetering van het ondernemingsbestuur (de corporate governance) van publieke ondernemingen. De algemene tendens aangaande de regulering van de managementcommunicatie met vermogensverschaffers is die van meer regelgeving en strenger toezicht. Ook de rol van de accountant, als bewaker van de kwaliteit van de financiële verslaggeving, is daarbij onder de loep genomen. Deze beweging lijkt te onderschrijven dat een meerderheid van de betrokkenen van mening is dat meer regulering ten aanzien van de managementcommunicatie en in het bijzonder de financiële verslaggeving beter is voor de relatie tussen ondernemingsleiding en externe vermogensverschaffers en daardoor voor het functioneren van effectenbeurzen. Meer en strengere regels inzake bedrijfscommunicatie in combinatie met meer toezicht zouden moeten leiden tot meer transparantie en daardoor een lagere rendementseis van vermogensverschaffers[3].

Men kan zich echter afvragen of een verdere regulering toekomstige boekhoudschandalen kan voorkomen. De geschiedenis heeft laten zien dat dit tot nu toe niet is gelukt. Ook kan men zich afvragen of de uitwassen een verscherping van de wet- en regelgeving rechtvaardigen. Het overgrote deel van de beursgenoteerde ondernemingen heeft zich, naar het zich laat aanzien, niet bezondigd aan het valselijk voorlichten van haar vermogensverschaffers. Toch zullen ook zij moeten voldoen aan de nieuwe, strengere regels. Dit zal veelal betekenen dat men flexibiliteit inzake het communiceren over de werkelijke gang van zaken binnen de onderneming moet inleveren. Dit nadelige effect van de disciplinering van de formele verslaggeving zou kunnen worden ondervangen door aanvullende, vrijwillige bedrijfscommunicatie. Vrijwillige communicatie kan echter worden gezien als een minder efficiënte vorm van bedrijfscommunicatie[4].

Een gevolg van het inperken van de verslaggevingsvrijheid zou kunnen zijn dat het management minder goed in staat is om de huidige en toekomstige prestaties van haar onderneming te communiceren of dat men wordt gedwongen concurrentiegevoelige informatie te openbaren. Vooral dit laatste argument wordt vaak in stelling gebracht door managers als het gaat om het uitbreiden van openbaarmakingseisen en wordt algemeen gezien als een belangrijke reden waarom de ondernemingsleiding niet volledige openheid van zaken wil geven[5,6]. Het lijkt ook één van de weinige te rechtvaardigen argumenten tegen meer

openheid. Het openbaar maken van bedrijfsgeheimen kan bestaande of potentiële concurrenten op de productmarkt helpen in het nemen van betere bedrijfsbeslissingen, wat vanzelfsprekend nadelig is voor de betreffende onderneming en (indirect) ook haar eigenaren. Dit argument tegen meer regelgeving klinkt natuurlijk beter dan het argument dat de ondernemingsleiding slechte prestaties onder de pet wil houden. Bewijzen voor het laatste argument zijn er in voldoende mate, die voor het eerste veel minder en dat maakt dat dit argument door regelgevende autoriteiten doorgaans minder zwaar wordt gewogen. Het gebrek aan empirisch bewijs mag echter niet zonder meer worden uitgelegd als een beperking van het belang van concurrentieoverwegingen in de wens van het management om bedrijfsinformatie te verzwijgen. Informatie die uit concurrentieoverwegingen wordt verzwegen, is naar verwachting meestal positief van aard en zal op termijn toch bekend worden of worden gemaakt. Als bij het bekend worden van deze informatie mocht blijken dat het met vertraging is geopenbaard, zullen beleggers dat minder erg vinden en zal er dus ook minder ophef over zijn dan wanneer het negatief nieuws betreft. In de volgende paragraaf zullen we dieper ingaan op het effect van concurrentie op de openheid van ondernemingen.

3 Het effect van productmarktconcurrentie op de openheid van ondernemingen

Over het algemeen kan men stellen dat iedere verandering in verslaggevingseisen kosten met zich meebrengt. Een onderneming zal haar informatiesysteem moeten uitbreiden of ten minste moeten aanpassen. Bij de overgang naar IFRS zal daar zeker sprake van zijn, alhoewel de richtlijnen van de IASB (in het bijzonder haar rechtsvoorganger het IASC) reeds grotendeels zijn verwerkt in de algemeen geaccepteerde Nederlandse verslaggevingsrichtlijnen (RJ-richtlijnen). Voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen is derhalve dan ook de verwachting dat de directe kosten die gemoeid zijn met de overgang naar IFRS niet bijzonder hoog zullen zijn. Bovendien hebben deze kosten grotendeels een eenmalig karakter.

Naast de directe verslaggevingskosten kunnen er indirecte kosten optreden. Zo kan de verplichtstelling tot het openbaar maken van informatie inhouden dat naast de direct belanghebbenden, meestal de externe vermogensverschaffers, ook derden met tegengestelde belangen worden geïnformeerd. Van de partijen met mogelijk tegengestelde belangen aan die van het management en publieke vermogensverschaffers worden concurrenten algemeen gezien als de belangrijkste partij. Veelgenoemde voorbeelden van concurrentiegevoelige informatie zijn: informatie over R&D-activiteiten, informatie over management innovaties (zoals meer effectieve kwaliteitsbeheersingsprogramma's en marketingbenaderingen), informatie over strategieën (zoals uitbreidings- en financieringsplannen) en toekomstverwachtingen (zoals winstverwachtingen), en gesegmenteerde informatie over operationele activiteiten (zoals gesegmenteerde winst- en omzetcijfers)[7]. Andere derde partijen met een mogelijk tegengesteld belang aan dat van de onderneming zijn bijvoorbeeld werknemers en klanten. Zo zou de aankondiging van een verhoging van de winst een reorganisatie binnen een onderneming kunnen frustreren en kan het verstrekken van informatie over het beloningspakket van het topmanagement een boycot van klanten teweegbrengen[8]. Algemeen wordt het lekken van concurrentiegevoelige informatie gezien als de belangrijkste bron van indirecte verslaggevingskosten of meer algemeen communicatiekosten.

Welk effect kunnen nu de concurrentiegerelateerde communicatiekosten hebben op de openheid van ondernemingen? Los van regelgeving ter zake heeft de ondernemingsleiding er belang bij potentiële vermogensverschaffers te informeren. Zou zij dat namelijk niet doen, dan is het onwaarschijnlijk dat zij tegen gunstige voorwaarden vermogen kan aantrekken, als ze al vermogen zou kunnen aantrekken[9]. Een probleem is echter dat de ondernemingsleiding er baat bij kan hebben haar onderneming mooier voor te stellen dan deze daadwerkelijk is. Zij zou daardoor immers een hogere prijs kunnen krijgen voor de aangeboden vermogenstitels en daardoor haar financieringskosten kunnen verlagen (en mogelijkerwijs haar aandeelgerelateerde beloning kunnen verhogen). Vermogenverschaffers zijn zich deze houding natuurlijk bewust en zullen daarom de geloofwaardigheid van bedrijfscommunicatie in twijfel trekken en hiermee rekening houden in de prijs die ze bereid zijn te betalen (Shivakumar, 2000). Als het management die prijs te laag vindt, zal zij op zoek moeten naar middelen om de geloofwaardigheid van de bedrijfscommunicatie te verhogen. Zo zou ze de geloofwaardigheid kunnen verhogen door bedrijfsinformatie door derden te laten verifiëren. Ziehier een economische bestaansreden voor de controlerend accountant.

Als nu het geloofwaardig communiceren van bedrijfsinformatie kosteloos zou zijn, dan is er geen reden voor de onderneming enige informatie achter te hou-

den en zou er sprake kunnen zijn van volledige openheid. Mochten er wel kosten zijn verbonden aan de communicatie, dan zal alleen die informatie worden geopenbaard waarvan de verwachting is dat ze meer oplevert dan dat ze kost. In geval van directe communicatiekosten zal dit betekenen dat minder waardevolle informatie niet zal worden geopenbaard en dat het management minder open zal zijn naarmate communicatiekosten hoger zijn (Verrecchia, 1983).

In geval van indirecte kosten is niet op voorhand te zeggen welk effect dit zal hebben op de bedrijfscommunicatie. In geval van concurrentiegerelateerde communicatiekosten hangt dit af van de mogelijkheid en de gevolgen van de actie van concurrenten. Neem bijvoorbeeld een onderneming die een innovatief product in productie wil nemen en daarvoor, vanwege grootschaligheid en/of beperkte vrije kasstromen, een beroep moet doen op externe vermogensverschaffers. Als zij deze alleen maar kan bereiken via openbare communicatie (de onderneming is aan een openbare effectenbeurs genoteerd), dan is het niet denkbeeldig dat concurrenten ook weet krijgen van de innovatie waardoor winst- en dus financieringsmogelijkheden kunnen worden geschaad[10]. Om haar concurrenten niet wijzer te maken, zou de onderneming kunnen besluiten minder informatie openbaar te maken. Maar dat zou vermogensverschaffers kunnen bewegen tegen minder gunstige voorwaarden te willen financieren, omdat zij de winstpotentie van de innovatie niet goed kunnen inschatten. Concurrenten zijn echter ook niet naïef. Zij zouden zelfs met onvolledige informatie kunnen besluiten om toch tot actie over te gaan als hun verwachting is dat de onderneming 'op iets zit te broeden'. Alleen al het feit dat de onderneming een beroep doet op externe vermogensverschaffers, kan deze verwachting rechtvaardigen. Ziehier het communicatiedilemma waarvoor de ondernemingsleiding zich geplaatst kan zien.

De kans dat een concurrent zal reageren op de al dan niet geopenbaarde informatie evenals het precieze effect daarvan op de winstpotentie van de onderneming, zijn moeilijk te bepalen. Een mogelijk verband tussen de concurrentiegerelateerde communicatiekosten en de mate van openheid is dat ondernemingen minder open zijn als de concurrentieverhoudingen als middelmatig zijn te definiëren (Wagenhofer, 1990). In geval van weinig concurrentie heeft een onderneming niet veel te vrezen van haar concurrenten. Mocht daarentegen de concurrentie in de bedrijfstak hevig zijn, dan zal de onderneming überhaupt moeite hebben haar bedrijfsgeheimen te bewaren en zal de waarde die deze informatie vertegenwoordigt, laag zijn. In beide gevallen zal het belang van het informeren van vermogensverschaffers het belang van het niet informeren van concurrenten overstijgen.

Het is moeilijk om aan te geven welke nieuwe standaarden specifiek zullen leiden tot (een verhoging van) concurrentiegerelateerde communicatiekosten. In het algemeen kan worden gesteld dat alle standaarden die de mogelijkheden tot winststuring beperken, leiden tot een duidelijker beeld van de werkelijk geleverde ondernemingsprestaties. De beslissing van een (potentiële) concurrent om toe te treden of te reageren zal beter kunnen worden genomen op basis van de werkelijke ondernemingsprestaties. In dit verband kan IAS 37 worden genoemd, die de vorming van voorzieningen aan banden legt. Informatie over ondernemingsstrategieën zou ook kunnen leiden tot negatieve reacties van concurrenten. Wanneer IAS 32 en 39 van kracht worden, zullen ondernemingen meer informatie moeten verschaffen over het gebruik en de prestaties van financiële instrumenten, bijvoorbeeld in het kader van hun hedgingstrategieën. Deze standaarden zullen de (in)effectiviteit van de gevolgde hedgingstrategieën openbaren. Onder IAS 39 gelden striktere regels voor het waarderen van financiële instrumenten tegen reële waarde. Daardoor zal meer inzicht worden gegeven in de winst van de onderneming. Tevens zal de mogelijkheid om via herwaardering van financiële instrumenten de winst te sturen afnemen. Informatie over de belangen van een onderneming in andere ondernemingen kan ook concurrentiegevoelig zijn. Als bijvoorbeeld een van de partijen een sterke moeder achter zich heeft staan, zal dat de acties van een concurrent naar verwachting beïnvloeden. IAS 27 geeft meer sturing ten aanzien van het wel of niet consolideren van een belang in een andere onderneming, waardoor meer duidelijkheid wordt gegeven over de deelnemingen van een onderneming. Ten slotte kan als voorbeeld worden genoemd dat met ingang van 2005 de druk om gesegmenteerde informatie te verschaffen volgens IAS 14 hoger zal worden. Alhoewel de huidige Nederlandse verslaggevingsrichtlijnen ter zake gesegmenteerde informatie nagenoeg gelijk zijn aan IAS 14, zijn ondernemingen vanaf 2005 *verplicht* hieraan gevolg te geven.

4 Het effect op de beslissing om publiek te financieren

Tot nu toe is verondersteld dat ondernemingen alleen maar publiekelijk vermogen kunnen betrekken, oftewel dat het beursgenoteerde ondernemingen betreft.

Beursgenoteerde ondernemingen zijn in het algemeen verplicht vermogensverschaffers terstond te informeren over voor hen belangwekkende zaken, en omdat het vooral onbekende vermogensverschaffers zijn, dient dit publiekelijk te gebeuren. In plaats van publiek vermogen kan de onderneming ook een beroep doen op privaat vermogen. Banken, participatie- en verzekeringsmaatschappijen zijn voorbeelden van partijen die private vermogensmiddelen aanbieden. In geval van private vermogensverschaffers is de tegenpartij bekend en zou de communicatie bilateraal kunnen zijn. Echter, voorzover het waarderelevante informatie betreft, zijn zoals gezegd beursgenoteerde ondernemingen meestal verplicht terstond daarvan publiekelijk verslag te doen. Daarenboven geldt dat beursgenoteerde ondernemingen in de EU bij wet zijn gedwongen periodiek een financieel verslag uit te brengen, waardoor de mogelijkheid om bilateraal te communiceren met bepaalde vermogensverschaffers verder wordt bemoeilijkt. Voor niet-beursgenoteerde ondernemingen is dit anders. Zij hoeven vanzelfsprekend niet te voldoen aan de door de effectenbeurzen gestelde regel van onmiddellijke bekendmaking van voor vermogensverschaffers belangwekkende zaken. Wel zijn zij gehouden aan de periodieke verslaggevingsplicht; de EU-wetgeving ten aanzien van de publicatieplicht is gebaseerd op ondernemingsgrootte en niet op beursnotering zoals bijvoorbeeld in de VS. Ondanks deze verslaggevingsplicht is het aannemelijk dat niet-genoteerde ondernemingen gemakkelijker privaat kunnen communiceren.

Het verschil in flexibiliteit van het communiceren met vermogensverschaffers tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen zal in de EU groter worden met de invoering van IFRS. Beursgenoteerde ondernemingen zullen dan dus moeilijker hun concurrentiegevoelige informatie voor zich kunnen houden, wat publiek vermogen minder aantrekkelijk kan maken als financieringsbron.

Het risico om concurrentiegevoelige informatie openbaar te moeten maken is echter niet de enige factor die het verschil maakt tussen de financieringskosten van publiek vermogen en de financieringskosten van privaat vermogen. Een andere factor is de mate van informatieasymmetrie tussen het management en de vermogensverschaffers. Het management van de onderneming beschikt in de regel over meer en betere informatie over de waarde van de onderneming. Hoe groter deze informatieasymmetrie, hoe lager de bereidheid van vermogensverschaffers om te investeren in de onderneming en hoe hoger de informatieasymmetriecomponent (de kosten wegens onderwaardering) in de totale financieringskosten zullen zijn. Vanuit dit oogpunt kan de invoering van IFRS publiek vermogen dus aantrekkelijker maken als financieringsbron (Admati en Pfleiderer, 2000; Verrecchia, 2001). Marra en Suijs (2004) laten zien dat dit positieve effect van strengere verslaggevingseisen kan worden gedomineerd door het negatieve effect van hogere concurrentiegerelateerde communicatiekosten. Als gevolg zullen minder ondernemingen publiek gaan financieren als de verslaggevingseisen verbonden aan publieke financiering strenger worden.

Bij bovenstaande conclusie dient echter wel een aantal kanttekeningen te worden geplaatst. De beslissing om publiek te financieren beperkt zich niet slechts tot bovengenoemde twee factoren[11]. Zo kan er een verschil bestaan tussen de liquiditeit of verhandelbaarheid van publiek en privaat vermogen, hetgeen een effect heeft op de financieringskosten. Deze factor wordt niet in beschouwing genomen. Publieke vermogenstitels zijn in het algemeen gemakkelijker te verhandelen dan private vermogenstitels, hetgeen kan leiden tot lagere financieringskosten van publiek vermogen. De invoering van IFRS kan de verhandelbaarheid van publiek vermogen zelfs nog verder vergroten (Diamond en Verrecchia, 1991). Een tweede factor die buiten beschouwing wordt gelaten, zijn de agencykosten. Omdat private vermogensverschaffers in de regel meer bij machte zijn toe te zien op het handelen van het management dan publieke vermogensverschaffers, zal de agency-kostencomponent in de totale financieringskosten van privaat vermogen lager zijn dan die van publiek vermogen. Wat deze factor betreft is privaat vermogen dus aantrekkelijker dan publiek vermogen. De stringentere verslaggevingsrichtlijnen als gevolg van de invoering van IFRS kunnen publieke vermogensverschaffers echter meer informatie verschaffen over het handelen van het management, waardoor de agency-kostencomponent van de financieringskosten van publiek vermogen lager zal worden.

De invoering van IFRS kan dus zowel negatieve als positieve effecten hebben op de financieringskosten verbonden aan publiek vermogen. Het belang van al deze factoren op de uiteindelijke beslissing van de onderneming om via de beurs publiek vermogen aan te trekken is vooralsnog onduidelijk. Empirisch onderzoek zal moeten uitwijzen in hoeverre het openbaar maken van concurrentiegevoelige informatie hierbij in de praktijk een rol speelt. Het grotendeels ontbreken van empirisch bewijs voor de rol van

concurrentiegerelateerde communicatiekosten mag echter geen reden zijn om deze kosten te negeren. Men kan zich voorstellen dat deze kosten vooral belangrijk kunnen zijn voor jonge en innovatieve ondernemingen. Vooral deze ondernemingen zullen om te kunnen groeien een beroep moeten doen op extern vermogen. En omdat deze ondernemingen voor een groot deel bijdragen aan de economische groei, is het van het grootste belang hun positie op de Europese financiële markten niet te negeren.

5 Conclusies

Als volgende stap in de unificatie van de financiële verslaggeving in de EU moeten vanaf het verslaggevingsjaar 2005 alle beursgenoteerde ondernemingen voldoen aan de verslaggevingsrichtlijnen uitgevaardigd door de IASB. Voor vele beursgenoteerde ondernemingen betekent deze maatregel een inperking van de verslaggevingsvrijheid, met als gevolg dat zij concurrentiegevoelige informatie minder goed kunnen beschermen. In dit artikel worden de mogelijk negatieve gevolgen daarvan belicht.

De invoering van IFRS in de EU per 2005 beoogt meer transparantie van en een betere vergelijkbaarheid tussen de verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. Dit zou de verhandelbaarheid van met name aandelen en bedrijfsobligaties moeten verhogen, waardoor de financieringskosten van beursgenoteerde ondernemingen zullen dalen. Echter, de invoering van IFRS kan ook belangrijke negatieve gevolgen hebben voor ondernemingen. Een van de grootste nadelen van het inperken van de verslaggevingsvrijheid is het verhogen van de kans dat concurrentiegevoelige informatie voortijdig wordt geopenbaard. De vraag is of de voordelen die ontegenzeggelijk zijn verbonden aan standaardisatie alsmede de inperking van de verslaggevingsvrijheid opwegen tegen de veelal genegeerde kosten uit hoofde van het informeren van concurrenten. Omdat IFRS in eerste aanleg alleen moet worden gevolgd door beursgenoteerde ondernemingen, geldt daarenboven dat de toegankelijkheid van de publieke vermogensmarkt in de EU kan worden verlaagd. Voor deze mogelijke negatieve gevolgen van de invoering van meer stringente verslaggevingsregels is tot nu toe weinig empirisch bewijs geleverd[12]. Toch is er een sterke overtuiging onder praktijkmensen en wetenschappers in de financiële verslaggeving dat deze negatieve gevolgen materieel zijn. Het dient dan ook aanbeveling om in plaats van een (verdere) verscherping van verslaggevingsrichtlijnen alternatieve maatregelen te beschouwen ter verhoging van het vertrouwen in de bedrijfscommunicatie in het algemeen en de financiële verslaggeving in het bijzonder. Het verhogen van het toezicht en de controle op de bedrijfscommunicatie (als ook het verhogen van het toezicht op de controle van de bedrijfscommunicatie) en het verhogen van de sancties op frauduleuze praktijken kan ook bijdragen aan een verhoging van het vertrouwen in de bedrijfscommunicatie. In dit verband zou men, in navolging van het voorstel van de nieuwe directeur van de NMa, bijvoorbeeld kunnen denken aan het ontheffen uit hun functie van bestuurders die zich schuldig maken aan onjuiste bedrijfscommunicatie. ■

Literatuur

Admati, A. en P. Pfleiderer, (2000), Forcing firms to talk: financial disclosure regulation and externalities, in: *Review of Financial Studies*, Vol. 13, pp. 479-519.

AICPA Special Committee on Financial Reporting, (2004), Improving Business Reporting; A Customer Focus, http://accounting.rutgers.edu/raw/aicpa/.

Darrough, M., (1993), Disclosure Policy and Competition: Cournot versus Bertrand, in: *The Accounting Review*, Vol. 68, pp. 534-561.

Darrough, M.N. en N.M. Stoughton, (1990), Financial Disclosure Policy in an Entry Game, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, pp. 219-243.

Diamond, D. en Verrecchia, R., (1991), Disclosure, liquidity and the cost of capital, in: *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 1325-1359.

Financial Accounting Standards Board Steering Committee, (2001), *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*, www.fasb.org.

Grossman, S.J., (1981), The Informational Role of Warranties and Private Disclosure About Product Quality, in: *Journal of Law and Economics*, Vol. 24, pp. 461-483.

Holterman, W., (2002), Transparantie en de marktwaarde van de aandelen van een onderneming, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 76, december, pp. 574-582.

Marra, T.A., (2001), *The Influence of Proprietary Disclosure Costs on the Decision to Go Public*, CentER Dissertation Series, No. 77, Universiteit van Tilburg.

Marra, T.A. en J. Suijs, (2004), The going public decision and the influence of disclosure environments, zal verschijnen in: *Review of Accounting Studies*.

Palepu, K.G., P.M. Healy en V.L. Bernard, (2004), *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*, South-Western Publishing Co., Cincinatti, Ohio.

Pagano, M., F. Panetta en L. Zingales, (1998), Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, in: *The Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 27-64.

Shivakumar, L., (2000), Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings?, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, pp. 339-371.

Verrecchia, R.E., (1983), Discretionary Disclosure, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, pp. 179-194.

Wagenhofer, A., (1990), Voluntary Disclosure With a Strategic Opponent, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, pp. 341-363.

Noten

1 Onder IFRS verstaan wij naast de richtlijnen uitgevaardigd door de IASB, ook de richtlijnen uitgevaardigd door haar voorganger, het International Accounting Standards Committee (IASC): de International Accounting Standards (IAS). Formeel behoren ook tot de IFRS de interpretaties van de standaarden door het Standing Interpretation Committee (SIC) en haar opvolgster de International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC).

2 Bij de Europese Commissie is overigens gehoor gevonden voor deze kritiek; zij heeft uitstel van de invoering van de nieuwe verslaggevingsstandaard ter zake financiële instrumenten (in casu IAS 32 en IAS 39) verleend.

3 Zie voor een overzicht van de bevindingen van recent wetenschappelijk onderzoek over de relatie tussen transparantie en de kostenvoet van het eigen vermogen Holterman (2002).

4 Volgens Palepu, Healy en Bernard (2002) is de formele financiële verslaggeving de minst kostbare vorm van managementcommunicatie.

5 In een studie van de Financial Accounting Standards Board (FASB) uit 2001 over de verbetering van de verslaggeving van ondernemingen wordt nadrukkelijk gewag gemaakt van het belang van het concurrentieaspect bij de communicatie van het management met vermogensverschaffers.

6 Een andere belangrijke belemmering voor openheid is de wettelijke aansprakelijkheid van het management voor misleidende informatie. Vooral ten aanzien van toekomstgerichte informatie kan de vrees bestaan dat ontevreden aandeelhouders de ondernemingsleiding aansprakelijk stellen voor niet uitgekomen voorspellingen. Deze zogeheten 'litigation costs' zijn vooral actueel in de VS. In Europa komen gezamenlijke acties van aandeelhouders tegen misleidende informatieverstrekking minder vaak voor. Overigens kan het management via regelgeving worden beschermd tegen een te gemakkelijke gang naar de rechter wegens het niet uitkomen van door het management gedane voorspellingen, zoals de 'Safe-harbor rule' in de VS.

7 Zie voor een overzicht van informatie die tot concurrentiekosten kan leiden het rapport van de Special Committee on Financial Reporting van het American Institute of Certified Public Accountants 'Improving Business Reporting; A Customer Focus'.

8 Het management van respectievelijk Philips en Ahold is zeer recentelijk nog geconfronteerd met dergelijke reacties.

9 Een bekend gegeven uit de economische wetenschap is dat als partijen ongelijk zijn geïnformeerd en dat van elkaar weten en geloofwaardig communiceren kosteloos is, er tussen koper en verkoper geen transactie zal plaatsvinden zonder voorafgaande communicatie (Grossman, 1981).

10 Doorgaans is een onderneming verplicht in het emissieprospectus melding te maken van belangrijke investeringsprojecten.

11 Zie Pagano et al. (1998) voor een uitgebreid overzicht van de mogelijke invloeden op de beslissing van de onderneming om via de beurs (publiek) vermogen aan te trekken.

12 Marra (2001) doet daartoe een eerste aanzet in Hoofdstuk 6 van zijn proefschrift.