

IFRS door de ogen van kredietbeoordelaars

Ies Bos en Marten Stienstra

SAMENVATTING Een gevolg van de invoering van IFRS is dat de balans en de winst- en verliesrekening van ondernemingen en in het verlengde daarvan tevens de verschillende financiële ratio's kunnen veranderen. Dat zou (in)direct financiële consequenties kunnen hebben voor ondernemingen op het aanhouden of aantrekken van vreemd vermogen. Empirische resultaten tonen echter aan dat kredietbeoordelaars pragmatisch omgaan met ondernemingen die – door de invoering van IFRS – niet meer voldoen aan de in het convenant genoemde minimum bedrijfseconomische ratio's. Alhoewel de financiële convenanten nog niet zijn aangepast aan de nieuwe op IFRS gestoelde waarden, wordt er aangegeven dat dit wel gaat gebeuren.

1 Inleiding

Op 1 januari 2005 trad het nieuwe stelsel van standaarden voor de financiële verslaggeving in werking: de International Financial Reporting Standards, oftewel IFRS. Vanaf deze datum dienden alle zeventuizend beursgenoteerde ondernemingen binnen de Europese Unie IFRS over te nemen en in hun geconsolideerde jaarrekening toe te passen (Verordening Europese Commissie, EG 1606/2002). Vóór deze

Drs. Ies Bos werkt momenteel als beleggingspecialist bij Rabobank Vallei en Rijn te Ede. In zijn portefeuille komen vooral (groot)zakelijke klanten en instellingen voor.

Tevens is hij FFP-gecertificeerd Financieel Planner.

Drs. Marten Stienstra is als promovendus verbonden aan de vakgroep Strategie & Omgeving, RSM Erasmus University. Zijn onderzoek is gepubliceerd in diverse nationale en internationale wetenschappelijke tijdschriften. De auteurs zijn dank verschuldigd aan Drs. P.E.M. Castelijns-Bos, Dr. B. Janssen en Drs. J. Schoeman voor hun waardevolle suggesties en opmerkingen.

datum baseerden Nederlandse ondernemingen hun externe verslaggeving veelal op de richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ-Richtlijnen), ook wel bekend als NL GAAP. De invoering van IFRS moet leiden tot meer transparantie en tot een betere onderlinge vergelijkbaarheid van financiële verslagen (Heemskerk en Van der Tas, 2006). Volgens Heemskerk en Van der Tas (2006, p. 574) is het belangrijkste principe van IFRS dat financiële verslagen een *true and fair view* moeten geven van de financiële situatie en de resultaten van een onderneming. Tevens stellen zij vast dat bedrijfsresultaten door de invoering van IFRS meer volatiel worden. Dat is het gevolg van waardering van meer activa en verplichtingen tegen reële waarde en het niet meer bestaan van egalisatiemogelijkheden.

Een gevolg van de invoering van IFRS is dat de balans en winst- en verliesrekening van een onderneming, en daardoor de verschillende financiële ratio's, kunnen veranderen. Deze veranderingen kunnen consequenties hebben voor het aanhouden of aangaan van een lening bij een bank, omdat de kredietbeoordelaars van banken in hun beoordeling gebruikmaken van een aantal financiële ratio's van de desbetreffende onderneming (Den Ouden, 2004). Wanneer er niet meer aan bepaalde financiële ratio's wordt voldaan, kunnen kredietverschaffers meer zekerheden vragen. Hoogendoorn (2004a) stelt dat kredietverschaffers een hoger rentepercentage kunnen berekenen of zelfs overgaan tot intrekking van het krediet. De vraagstelling die in dit onderzoek centraal staat luidt derhalve: hoe beïnvloedt IFRS het beoordelingsproces van kredietbeoordelaars?

Vanuit deze vraagstelling is gekozen voor een kwalitatieve opzet van het onderzoek. Een kwalitatieve opzet vloeit verder voort uit het feit dat het onderzoek zich vooral laat typeren als voorlopig vooronderzoek. Dat heeft onder meer tot gevolg dat het een kleinschalig en inventariserend onderzoek betreft. Met het oog daarop is gekozen voor de volgende afbakening:

- a Uitsluitend de solvabiliteitsratio wordt onderzocht. De solvabiliteitsratio is een belangrijk kengetal voor bankiers bij beslissingen over het al dan niet toekennen van een lening (Klaassen en Hoogendoorn, 2004; Kamp, 2006). Het begrip solvabiliteit geeft aan in hoeverre een onderneming in staat is aan haar langetermijnschuldverplichtingen te voldoen.
- b In dit onderzoek worden de solvabiliteitsnormen die Nederlandse banken opleggen als uitgangspunt genomen.
- c Het is een onderzoek naar de gevolgen van een mogelijk veranderende solvabiliteit voor de financiering van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

De onderzoeksvraag is relevant vanuit zowel wetenschappelijk als maatschappelijk perspectief. De wetenschappelijke relevantie is gericht op het inzichtelijk maken van de verstrekkende gevolgen van IFRS als nieuwe verslaggevingmethode. Er is weliswaar literatuur beschikbaar over veranderingen door IFRS op de balans en de winst- en verliesrekening. Echter, er is nog weinig theoretische kennis beschikbaar over de gevolgen hiervan voor het aanhouden of aantrekken van vreemd vermogen. De praktische waarde van dit onderzoek is gestoeld op de mogelijke economische gevolgen van IFRS op het gedrag van zowel kredietnemers als kredietverstrekkers. Voor kredietbeoordelaars beoogt het onderzoek de noodzakelijkheid te bepalen voor het al dan niet aanpassen van financiële convenanten. Voor kredietnemers beoogt het onderzoek de mogelijke consequenties door kredietbeoordelaars op het aanhouden of aantrekken van vreemd vermogen in te schatten in geval van een lagere solvabiliteit door IFRS.

In paragraaf 2 wordt het literatuuronderzoek uiteengezet. In deze paragraaf wordt de invloed van IFRS op solvabiliteit inzichtelijk gemaakt. Verder wordt de mogelijke invloed van IFRS op het aanhouden of aantrekken van vreemd vermogen van een onderneming bij een bank vanuit de theorie vormgegeven. In paragraaf 3 komt de methodologische opzet van het onderzoek aan de orde en wordt uitgelegd hoe de data worden verzameld en geanalyseerd. Voor de beantwoording van de hoofdvraag worden primaire data gebruikt die worden vergaard met behulp van de Delphi-techniek. In paragraaf 4 worden de empirische resultaten getoond. In paragraaf 5 volgt een discussie van de resultaten en wordt, op basis van deze uitkomsten, een antwoord geformuleerd op de hoofdvraag. Het betoog wordt afgesloten met de conclusies die voortvloeien uit het onderzoek en aanbevelingen die op basis daarvan kunnen worden gedaan voor vervolgonderzoek.

2 Literatuuronderzoek

2.1 Invloed IFRS op (eigen vermogen en) solvabiliteit

Implementatie van IFRS betekent een fundamentele wijziging in het denken over verslaggeving. Hoogendoorn (2004b) vindt het de grootste omwenteling ooit in de financiële verslaggeving door ondernemingen. De financiële verslaggeving wordt sinds de invoering van IFRS strakker gereguleerd dan tot op dat moment in Nederland het geval was. Invoering van IFRS heeft volgens Vergoossen (2006) tot gevolg dat de balans en jaarrekening een ander beeld zullen tonen dan voorheen. Het is volgens hem een rapportage op andere grondslagen over dezelfde werkelijkheid. Veelal gaat het bij IFRS, in tegenstelling tot de NL GAAP-regels, om een nadere concretisering, herclassificering of een waardering tegen marktwaarde. Uit een onderzoek van Vergoossen (2006) onder 45 Nederlandse ondernemingen komt naar voren dat de toepassing van IFRS bij 73 procent van de Nederlandse ondernemingen leidt tot een lager eigen vermogen. Ook een onderzoek van Knoops en Vergoossen (2006) onder 67 Nederlandse beursondernemingen laat hetzelfde beeld zien. Bij 70 procent van deze ondernemingen leidt het toepassen van IFRS tot een lager eigen vermogen. Knoops en Vergoossen (2006) hebben nauwkeurig onderzocht wat de oorzaken zijn van verandering van het eigen vermogen door toepassing van IFRS. Uit het onderzoek blijkt dat 'pensioenen' (IAS 19) de belangrijkste oorzaak is voor veranderingen in het eigen vermogen van Nederlandse ondernemingen (Knoops en Vergoossen, 2006). Indien de onderneming een pensioen heeft toegezegd aan werknemers ligt het risico (gedeeltelijk) bij de onderneming en eist IAS 19 dat pensioenbeleggingen en -verplichtingen en de resultaten hiervan duidelijker op de balans en in de winst- en verliesrekening naar voren komen (Swinkels, 2006). Na pensioenen hebben volgens Knoops en Vergoossen (2006) achtereenvolgens fusies en overnames (IFRS 3), winstbelasting (IAS 12), voorzieningen (IAS 37), materiële en immateriële activa (IAS 16 en IAS 38), financiële instrumenten (IAS 32, 39 en IFRS 7), leasecontracten (IAS 17) en op aandelen gebaseerde betalingen (IFRS 2) een belangrijke invloed op het eigen vermogen. De Jong et al. (2006) hebben de invloed onderzocht van IAS 32 (financiële instrumenten) op het terugkopen van preferente aandelen in Nederland. Onder de nieuwe regels worden bij de meeste ondernemingen de preferente aandelen geclassificeerd als vreemd vermogen. Deze herclassificatie leidt ertoe dat de schuldratio toeneemt met gemiddeld 35 procent (De Jong et al., 2006).

Zakenbank Dresdner Kleinwort Wasserstein (2005) heeft een onderzoek gedaan naar de gevolgen van de invoering van IFRS bij vijftig grote Europese ondernemingen. Het onderzoek van de zakenbank geeft aan dat IFRS een stijging van de bedrijfsschulden met gemiddeld 16 procent tot gevolg heeft. Omdat de omvang van het eigen vermogen nagenoeg ongewijzigd blijft, betekent dit een daling van de solvabiliteit¹. Kamp (2006) heeft voor 1096 Europese beursgenoteerde ondernemingen de impact berekend van IFRS op de solvabiliteitsratio. Hij heeft de cijfers van 2004 gelegd naast de vergelijkende cijfers over 2005. Hieruit blijkt dat de solvabiliteit van Nederlandse ondernemingen relatief vaak daalt. De solvabiliteit van circa 57 procent van de Nederlandse ondernemingen daalt, terwijl dit voor 31 procent van de Europese ondernemingen het geval is. Volgens De Jong et al. (2006) zou dat kunnen samenhangen met de classificering van preferente aandelen die onder IFRS vaak als vreemd vermogen moeten worden verwerkt. Het onderzoek van Kamp (2006) laat verder zien dat er een opwaarts effect is op het balanstotaal. Immers, door het waarden op reële waarde kunnen stille reserves zichtbaar worden, waardoor het vermogen en het balanstotaal toenemen (Den Ouden, 2004; Groeneveld, 2004).

2.2 Consequenties veranderende solvabiliteit door IFRS

Voor kredietbeoordelaars is door IFRS het nodige veranderd. Eén van de uitgangspunten van IFRS is dat deze wijze van verslaggeving meer inzicht, transparantie en vergelijkbaarheid van financiële verslagen moet opleveren (Heemskerk en Van der Tas, 2006). Enerzijds krijgen kredietbeoordelaars dan meer inzicht in het 'reilen en zeilen' van de onderneming. Met het verkrijgen van dit additionele inzicht neemt het intrinsieke risico van het niet voorhanden hebben van volledige informatie af (Swagerman en Ter Hoeven, 2004). Hierdoor kan de risicopremie worden verlaagd. Anderzijds gaat het er ook om of door de overgang naar IFRS de kredietbeoordelaar met een extra risico ('het niet begrijpen') wordt opgehadeld (Swagerman en Ter Hoeven, 2004). Zij worden immers geconfronteerd met andere cijfers in de jaarrekening. Dit laatste lijkt echter een kortetermijnprobleem. Naarmate men meer ervaring krijgt met jaarrekeningen op basis van IFRS zal het risico van 'het niet begrijpen' naar alle waarschijnlijkheid afnemen.

In dit onderzoek is het van belang of ondernemingen door de invoering van IFRS onder de vooraf gestelde solvabiliteitsratio zakken. De vraag rijst dan of een kredietbeoordelaar van een bank zijn traditionele wijze van analyse van financiële informatie moet

aanpassen. Veel beursgenoteerde ondernemingen zijn namelijk met banken leningsovereenkomsten aangegaan. In leningsovereenkomsten worden zogenaamde convenanten opgenomen (Den Ouden, 2004). Convenanten zijn kredietvoorwaarden met betrekking tot de financiële aangelegenheden van de geldnemer (Den Ouden, 2004). In een dergelijk convenant staat meestal dat de onderneming aan bepaalde ratio's moet voldoen (Rabobank, 2005). Het doorbreken van de gestelde ratio dient voor de bank als een eerste waarschuwingssignaal dat de kredietwaardigheid van de debiteur minder wordt (Den Ouden, 2004). Zo'n waarschuwingssignaal kan aanleiding vormen tot actie door de verstrekker van vreemd vermogen die bijvoorbeeld het krediet c.q. de lening opzegt. Doordat de gehanteerde convenanten tijdige actie mogelijk maken, wordt de waarde van de ultieme verhaalmogelijkheden van de verstrekker van vreemd vermogen beschermd (Den Ouden, 2004). Voor een onderneming kan de bescherming van verhaalmogelijkheden grote gevolgen hebben voor de liquiditeitspositie en daarmee de levensvatbaarheid. Het intrekken van een krediet geeft risico's op de korte en lange termijn (Bletz, 1990). Risico's op korte termijn zijn betalingsproblemen, beperking van kredietfaciliteiten of verhoging van rentelasten. Risico's op lange termijn betreffen aantasting van de buffer en uiteindelijk faillissement.

Hoogendoorn (1990) geeft aan dat uit diverse onderzoeken in de Verenigde Staten de conclusie zich aandient dat stelselwijzigingen samenhangen met het knellend worden van leningsvoorwaarden. Voor ondernemingen die op basis van IFRS rapporteren, zullen de implicaties voor de kredietbeoordeling en daarmee hun leningsvoorwaarden voorlopig onzeker zijn (Kamp, 2006). Dit blijkt ook uit een analyse van de zakenbank Dresdner Kleinwort Wasserstein (2005), waarin wordt gesteld dat de verslechtering van de solvabiliteit door de invoering van IFRS vooral voor problemen kan zorgen bij small- en midkap ondernemingen. Deze ondernemingen hebben door hun zwakkere onderhandelingspositie over het algemeen strengere afspraken met hun banken.

Den Ouden (2004) geeft aan dat het opzeggen van een krediet, louter en alleen omdat ratioconvenanten doorbroken zijn, twijfelachtig is. Volgens hem lijkt het aannemelijk dat een onderneming met behulp van een goede advocaat wel wegens vindt om onder de letter van het convenant uit te komen. De implementatie van IFRS zal volgens Den Ouden (2004) aanleiding vormen tot het herformuleren van de berekeningswijze van tot dusverre gehanteerde termen in ratioconvenanten en de aan te leggen criteria. Kamp (2006) komt tot de conclusie dat

sommige ratio's die banken hanteren bij het beoordelen van een lening structureel op een lager niveau komen. Hij vindt het echter onwaarschijnlijk dat Nederlandse ondernemingen na de invoering van IFRS minder kredietwaardig zijn dan voorheen. Modellen en ervaringsregels die kredietbeoordelaars gebruiken zullen volgens hem dan ook voor deze structurele afwijking aangepast moeten worden. Ook Groeneveld (2004) vindt dat de minimumsolvabiliteit in samenhang moet worden gebracht met de nieuwe IFRS-regels. Swagerman en Ter Hoeven (2004) stellen dat de kredietbeoordelaar, als gebruiker van IFRS-informatie, het vermogen moet hebben om als het ware door de aangeboden financiële informatie heen te kijken (*know your customer*).

Op basis van bovengenoemde argumenten lijkt het aannemelijk te veronderstellen dat de door kredietbeoordelaars gehanteerde solvabiliteitsratio's zijn aangepast aan de nieuwe op IFRS gestoelde waarden. Deze theoretische veronderstelling zal nu empirisch worden getoetst.

3 Onderzoeksmethode

Om een antwoord op de hoofdvraag te kunnen geven, is het noodzakelijk te weten hoe kredietbeoordelaars met de nieuwe situatie omgaan. Om daaromtrent helderheid te krijgen, is een onderzoek onder personen (kredietbeoordelaars) gehouden. Een onderzoek naar personen en hun opvattingen verloopt doorgaans via ondervraging en/of observatie (Verschuren en Doorewaard, 2001). Observatie viel als bruikbare methodiek al snel af omdat het in dit geval een moeilijk toe te passen, tijdrovende en daardoor kostbare methode zou zijn. Ondervraging kan via een enquête of een interview. Voor dit onderzoek bleek de zogeheten Delphi-techniek bijzonder geschikt, omdat deze methodiek kenmerken van zowel interview als enquête bevat.

De Delphi-techniek is begin jaren zestig ontwikkeld door Helmer, Rescher en Dalkey en is een techniek die kan worden gebruikt om een proces van groepscommunicatie te structureren om een complex probleem te onderzoeken (Gordon, 1994). Deze techniek helpt om consensus over een bepaald complex onderwerp te krijgen. Het is hierbij niet noodzakelijk dat de deskundigen samenkomen. Het is een techniek die gebaseerd is op de aanpak van *dialectical inquiry*. Hierbij wordt aan verschillende deskundigen individueel hun mening over een bepaald onderwerp gevraagd door middel van een vragenlijst (thesis). Vervolgens worden alle resultaten verwerkt en teruggekoppeld naar de respondenten (antithese). Zij worden vervolgens verzocht de vragen uit de lijst opnieuw te beantwoorden in het licht van alle andere resultaten (synthese). Voor dit onder-

zoek blijkt het een interessante techniek, met name vanwege de nadruk op kennisgenerering (Verschuren en Doorewaard, 2001). Op basis van deze kennis wordt duidelijk of banken de financiële convenanten al dan niet aangepast hebben, naar aanleiding van de invoering van IFRS.

In dit onderzoek werd aan kredietbeoordelaars van Nederlandse banken een aantal gerichte vragen gesteld om voorwaarden en criteria te verzamelen met betrekking tot de solvabiliteit. Door gerichte vragen te stellen, kan precies op die informatie aangestuurd worden die nodig is voor het beantwoorden van de hoofdvraag. Het onderzoek kende twee rondes. In de eerste ronde werd een aantal vragen (zie paragraaf 4) via e-mail aan kredietbeoordelaars voorgelegd. In de tweede ronde kregen de deelnemers inzicht in de antwoorden die hun collega-kredietbeoordelaars hadden gegeven en werden dezelfde vragen opnieuw gesteld. Daarbij is het verzoek gedaan aan kredietbeoordelaars of zij, gegeven de antwoorden en overwegingen van andere deskundigen, aanleiding zagen hun eerste antwoord aan te vullen of bij te stellen. Deze techniek maakt inzichtelijk in hoeverre de antwoorden overlappen of juist verschillen van elkaar (Verschuren en Doorewaard, 2001).

De enquête werd uitgezet onder kredietbeoordelaars van de volgende banken: ABN AMRO, Fortis, ING en de Rabobank met het doel om van elke bank twee deskundigen te laten deelnemen. Bij het benaderen van de banken bleek dat het aantal kredietbeoordelaars dat beursgenoteerde bedrijven beoordeelt, niet zo groot is. Daarom zijn er niet *random* enquêteformulieren verstuurd, maar zijn de deelnemers via persoonlijke contacten met andere medewerkers van de bank benaderd.

4 Resultaten

Het resultaat van de eerste enquêteronde is als volgt: van de ABN AMRO, ING en Rabobank zijn per bank twee enquêtes terugontvangen uit de eerste enquêteronde. Van Fortis is één enquête terugontvangen. In verband met vertrouwelijkheid van informatie wordt er in deze publicatie geen zichtbare link gelegd tussen de uitkomsten en het door de respondenten gegeven antwoord. Vijf van de zeven deskundigen geven aan een wetenschappelijke opleiding te hebben gevolgd. Eén deskundige geeft aan het kandidaatsexamen Nederlands Recht te hebben afgelegd, terwijl de laatste kandidaat als hoogst genoten opleiding HAVO heeft. De zes deskundigen die het aantal jaren werkervaring hebben vermeld, zijn gemiddeld 5,8 jaar in de opgegeven functie werkzaam.²

Zes van de zeven kredietbeoordelaars uit de eerste enquêteronde hebben ook aan de tweede ronde meegedaan. In de tweede ronde konden de deskundigen, conform de Delphi-techniek, hun antwoord aanpassen naar aanleiding van de antwoorden van hun collega's. Van deze mogelijkheid werd enkele malen gebruik gemaakt. Vooral bij vraag 1C, een vraag naar de belangrijkheid van solvabiliteit, werd door twee deskundigen de belangrijkheid aangepast richting de consensus. Ook werden er aanvullingen gegeven bij vraag 1D: 'Wat verstaat uw bank onder solvabiliteit?' Met de antwoorden die hier gegeven werden, conformeerden de respondenten zich aan de antwoorden die hun collega's in de eerste ronde hadden gegeven. De respons van de eerste enquêteronde aangevuld met de (gesynthetiseerde) respons uit de tweede enquêteronde staat hieronder per vraag vermeld.

Vraag 1A: *Welke (financiële) informatie vindt u het meest belangrijk bij het beoordelen van een kredietaanvraag?*

Bij het beoordelen van een kredietaanvraag zijn er drie informatiebronnen die door minimaal twee kredietbeoordelaars als belangrijk worden aangemerkt, te weten (1) jaarrapporten, (2) meerjarenprojecties van balans en resultatenrekening en (3) de positie van de onderneming ten opzichte van branchegenoten. Verder werd door individuele kredietbeoordelaars nog genoemd: een aantal economische kengetallen, de due diligence, de vooruitzichten en de prognoses.

Vraag 1B: *Welke drie bedrijfseconomische ratio's vindt u het belangrijkste bij het beoordelen van een kredietaanvraag?*

Drie van de zeven kredietbeoordelaars rekenden solvabiliteit tot de belangrijkste drie bedrijfseconomische ratio's bij het beoordelen van een kredietaanvraag. Uit de respons blijkt verder dat kredietbeoordelaars vooral de debt/EBITDA, de rentedekkingsratio en de liquiditeit belangrijk vinden (zie tabel 1).

Tabel 1 Door kredietbeoordelaars aangegeven belangrijke bedrijfseconomische ratio's

Belangrijke bedrijfseconomische ratio's:	Frequentie (maximum = 7)
Debt/EBITDA	5
Rentedekking	5
Liquiditeit	4
Rentabiliteit	3
Solvabiliteit	3
Overige	1

Vraag 1C: *In hoeverre speelt solvabiliteit een rol bij kredietverstrekking in uw organisatie?*

De zeven respondenten gaven op bovenstaande vraag antwoord door de belangrijkheid aan te geven op een schaal van één tot en met zeven met als uitersten: 'helemaal geen rol' en 'zeer belangrijke rol'. De eerste enquêteronde kwam uit op een gemiddelde van 4,6. In de tweede ronde pasten twee kredietbeoordelaars van één bank de belangrijkheid naar beneden aan, waardoor het gemiddelde uiteindelijk uitkomt op 4.3 (zie tabel 2).

Tabel 2 Rol solvabiliteit bij kredietverstrekking na tweede ronde Delphi-techniek

Belangrijke solvabiliteit (score = 1 t/m 7):	Frequentie (maximum = 7)
1 (helemaal geen rol)	0
2	1
3	1
4	1
5	3
6	1
7 (zeer belangrijke rol)	0

Vraag 1D: *Wat verstaat uw bank onder solvabiliteit?*

De verschillende banken zijn bijna unaniem over de betekenis van het begrip solvabiliteit. De kredietbeoordelaars gaven aan dat zij het eigen vermogen van een onderneming corrigeren voor: achtergestelde leningen, immateriële activa en rekening courant vorderingen c.q. leningen aan aandeelhouders (zie tabel 3). In de tweede ronde kwam verder naar voren dat twee kredietbeoordelaars de solvabiliteit ook corrigeren voor minderheidsbelangen. De antwoorden op deze vraag kunnen een vertekend beeld geven omdat twee respondenten geen gespecificeerd antwoord gaven op deze vraag.

Tabel 3 Correcties met betrekking tot solvabiliteit

Solvabiliteit wordt gecorrigeerd voor:	Frequentie (maximum = 7)
Achtergestelde leningen	5
Immateriële activa	5
Rekening courant vorderingen	4
Minderheidsbelangen	2

Vraag 2A: *Stel, een onderneming voldoet door de IFRS-regelgeving niet meer aan de in het financieringsconvenant opgenomen eisen, hoe gaat u hier mee om?*

De kredietbeoordelaars gaven aan dat ze hier flexibel mee omgaan. De algemene lijn in de respons is dat

het niet zo kan zijn dat alleen door de invoering van nieuwe IFRS-regels een lening opgezegd kan worden. De ratio's in de convenanten worden aangepast of de input wordt geneutraliseerd voor het IFRS-effect.

Vraag 2B: *Indien de overschrijding van de ratio's alleen door de IFRS-regels zou zijn ontstaan, zou uw bank dan de minimum bedrijfseconomische ratio's in het convenant aanpassen?*

Deze vraag is een verdieping van de vorige vraag. Zes van de zeven respondenten gaven aan dat het IFRS-effect geneutraliseerd wordt en één respondent gaf aan dat er geen aanpassing nodig is, omdat er afgesproken kan worden dat de onderneming tijdelijk niet aan de overeengekomen ratio's hoeft te voldoen (zie tabel 4).

Tabel 4 Aanpassing convenanten door IFRS-regels

Zou uw bank de minimum ratio's aanpassen?	Frequentie (maximum = 7)
Aanpassen ratio's	5
Input aanpassen	1
Anders	1

5 Discussie en conclusie

5.1 Discussie

Uit het literatuuronderzoek komt naar voren dat het eigen vermogen voor verstrekkers van vreemd vermogen een belangrijke graadmeter is bij de bepaling van de kredietwaardigheid van een onderneming. De solvabiliteitsratio van een onderneming is daarom een belangrijk kengetal bij het verstrekken van leningen/kredieten. Uit vraag 1A van het empirisch onderzoek blijkt dat kredietbeoordelaars een heel scala aan (financiële) informatie belangrijk vinden bij het beoordelen van een kredietaanvraag. In eerste instantie beoordeelt men de onderneming bijna of helemaal niet op bedrijfseconomische ratio's. Enkele belangrijke punten van beoordeling zijn: de beoordeling over meerdere jaren, vooruitzichten, stabiliteit en ontwikkeling van de winst. De kredietbeoordelaars noemden bij vraag 1B achtereenvolgens als de drie belangrijkste bedrijfseconomische ratio's: debt/EBITDA, ratio's omtrent rentedekking en liquiditeitsratio's. Vier van de zeven kredietbeoordelaars noemden solvabiliteit helemaal niet bij vraag 1B. Kredietbeoordelaars gaven bij vraag 1C aan in hoeverre solvabiliteit een belangrijke rol inneemt bij de kredietverstrekking. Hier kwam geen eenduidig antwoord op. De gemiddelde score was 4,3 op een schaal van één tot en met zeven. Uit deze score blijkt

dat solvabiliteit een gematigd belangrijke rol speelt bij het verstrekken van kredieten. Twee kredietbeoordelaars van éénzelfde bank verlaagden in de tweede enquêteperiode zelfs de belangrijkheid van solvabiliteit bij de kredietverlening. Binnen de literatuur kon geen éénduidig antwoord worden gevonden op de vraag hoe verstrekkers van vreemd vermogen het begrip solvabiliteit definiëren. Deze vraag is daarom aan verstrekkers van vreemd vermogen voorgelegd (paragraaf 4, vraag 1D). Uit de respons van kredietbeoordelaars blijkt bij de definiëring van solvabiliteit dat het eigen vermogen wordt vermeerderd met achtergestelde leningen. Achtergestelde leningen worden bij het eigen vermogen opgeteld omdat de bank bij een faillissement voorgeeft. De kredietbeoordelaars corrigeren de solvabiliteit verder voor immateriële activa en rekeningcourantvorderingen, omdat deze bij een faillissement veelal geen waarde meer hebben.

In de literatuur wordt een groter gewicht toegekend aan de rol van solvabiliteit binnen kredietverlening dan door de kredietbeoordelaars. De vraag komt dan naar voren hoe dit kan worden verklaard. Eén kredietbeoordelaar gaf aan dat de solvabiliteitsgedachte nauwelijks een rol speelt binnen *Corporate Finance* omdat de verwachte cashflow belangrijker wordt gevonden. Een gezonde cashflow is belangrijk voor een bank omdat hieruit de verplichtingen voor rente en aflossing op korte termijn moeten worden voldaan. Omdat een onderneming aan allerlei kortlopende schulden moet voldoen, is liquiditeit waarschijnlijk een belangrijkere bedrijfseconomische ratio geworden dan solvabiliteit. Solvabiliteit geeft een indicatie van het weerstandsvermogen van een onderneming op lange termijn. Uit de antwoorden rijst verder het vermoeden dat de kredietverlening de laatste jaren dynamischer is geworden, waardoor andere informatie belangrijker wordt dan de solvabiliteitsratio. In het literatuuronderzoek werd verder aannemelijk gemaakt dat door de IFRS-regels ook de gehanteerde solvabiliteitsratio's zullen worden gewijzigd. Groeneveld (2004), Den Ouden (2004) en Kamp (2006) zijn van mening dat kredietverstrekkers de minimumsolvabiliteit zouden moeten aanpassen aan de nieuwe op IFRS gestoelde waarden. De implementatie van IFRS zal volgens hen aanleiding vormen tot het herformuleren van de berekeningswijze van tot dusverre gehanteerde termen in ratioconvenanten en de aan te leggen criteria. Echter, uit de respons van de kredietbeoordelaars (vraag 2A) blijkt dat de convenanten nog niet aangepast zijn na de invoering van IFRS. Drie kredietbeoordelaars geven aan dat er nog weinig ervaring is met IFRS. Toch kan geconcludeerd worden dat de kredietbeoordelaars pragmatisch

omgaan met de ondernemingen die – door de invoering van IFRS – niet meer voldoen aan de in het convenant genoemde minimum bedrijfseconomische ratio's. Dit wordt verder bevestigd door hun antwoord op vraag 2B, waarin de kredietbeoordelaars aangeven wat zij in deze situatie doen. Vijf van de zeven kredietbeoordelaars stellen dat de convenanten aangepast gaan worden en één respondent geeft aan dat de input geneutraliseerd wordt voor IFRS. Uit de enquête blijkt dus dat kredietbeoordelaars flexibel omgaan met de nieuwe IFRS-regelgeving.

5.2 Conclusie

In deze subparagraaf wordt een antwoord gegeven op de hoofdvraag die luidde: hoe beïnvloedt IFRS het beoordelingsproces van kredietbeoordelaars? Uit het empirisch onderzoek onder kredietbeoordelaars blijkt dat er een grote mate van overeenstemming is tussen beoordelaars van verschillende banken. Deze overeenstemming maakt dat de uitslag een hoge betrouwbaarheid heeft. In de eerste plaats blijkt dat solvabiliteit een rol kan spelen bij kredietverstrekking, maar dat het niet als de belangrijkste ratio kan worden aangemerkt. Verder blijkt dat de kredietbeoordelaars pragmatisch omgaan met ondernemingen die – door de invoering van IFRS – niet meer voldoen aan de in het convenant genoemde minimum bedrijfseconomische ratio's. Uit het onderzoek kan geconcludeerd worden dat een mogelijk lagere solvabiliteit door IFRS geen nadelige financiële consequenties voor beursgenoteerde ondernemingen heeft op het aanhouden of aantrekken van vreemd vermogen bij een bank. Alhoewel de financiële convenanten nog niet zijn aangepast na de invoering van IFRS, wordt er aangegeven dat dit wel gaat gebeuren.

5.3 Beperkingen en vervolgonderzoek

Helaas is dit onderzoek niet zonder beperkingen. Ten minste twee ervan verdienen speciale aandacht. In de eerste plaats oogt de onderzoeksgroep met slechts zeven respondenten beperkt. Dit hoeft echter geen nadelige consequenties te hebben, omdat bij het benaderen van de banken bleek dat het aantal kredietbeoordelaars per bank dat Nederlandse beursgenoteerde bedrijven beoordeelt niet zo groot is.

In de tweede plaats dient opgemerkt te worden dat de resultaten beïnvloed zouden kunnen zijn door een mogelijk steekproefeffect. De onderzoeksgroep betreft uitsluitend kredietbeoordelaars van Nederlandse banken. Wellicht dat er in andere landen anders wordt omgegaan met stelselwijzigingen. Zo geeft Hoogendoorn (1990) bijvoorbeeld aan dat uit diverse onderzoeken in de Verenigde Staten de conclusie lijkt te komen dat stel-

selwijzigingen samenhangen met het knellend worden van leningsvoorwaarden. In vervolgonderzoek zou de onderzoeksgroep daarom uitgebreid kunnen worden met respondenten uit andere landen dan Nederland. Tot slot lijkt het legitiem om in toekomstige studies naar kredietverlening niet slechts op solvabiliteit te focussen, maar op een breder scala aan financiële ratio's. In het verlengde daarvan is het interessant om te onderzoeken in hoeverre IFRS resultaatsturing in de hand werkt (zie bijvoorbeeld Van Tendeloo en Vanstraelen, 2005). Het lijkt aannemelijk te veronderstellen dat administratieve maatregelen (resultaatsturing) worden ondernomen door ondernemingen waarbij de bedrijfseconomische ratio's relatief laag zijn. In het bijzonder indien de dreiging bestaat dat aan de overeengekomen leningsvoorwaarden niet meer wordt voldaan. Heemskerck en Van der Tas (2006) tonen empirisch aan dat de overgang naar IFRS eerder leidt tot een stijging dan tot een daling van resultaatsturing. ■

Literatuur

- Bletz, J.C.F., (1990), *Solvabiliteit in balans*, Nationale Investeringsbank NV.
- Dresdner Kleinwort Wasserstein, (2005), *New IFRS reporting rules will increase debt*, Onderzoeksrapport, mei 2005.
- Gordon, T.J., (1994), The Delphi method, in: J.C. Glenn, *Futures research methodology*, American Council for United Nations University, Washington.
- Greeneveld, J.G., (2004), Vernieuwde financiële berichtgeving, *Fiducie*, no. 1, pp. 12-15.
- Heemskerck, M.J.L. en L.G. van der Tas, (2006), Veranderingen in resultaatsturing als gevolg van de invoering van IFRS, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 11, pp. 571-579.
- Hoogendoorn, M.N., (1990), *Stelselwijzigingen in de jaarrekening*, Wolters-Noordhoff, Groningen.
- Hoogendoorn, M.N., (2004a), Beleidsaspecten inzake de jaarrekening, in: M.N. Hoogendoorn, J. Klaassen en F. Krens (red.), *Externe verslaggeving in theorie en praktijk*, Reed Business Information, Den Haag, pp. 52-78.
- Hoogendoorn, M.N., (2004b), *Regels over regels*, Kluwer, Deventer.
- 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, pp. 336-342.
- Kamp, B., (2006), De invloed van IFRS op analisten, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 11, pp. 580-588.
- Klaassen, J. en M.N. Hoogendoorn, (2004), *Externe verslaggeving*, Wolters-Noordhoff, Groningen.
- Knoops, C.D. en R.G.A. Vergoossen, (2006), IFRS: cijfermatige invloed en economische gevolgen, in: C. Camfferman, R. Bosman en R.G.A. Vergoossen (red.), *Het jaar 2005 verslagen. Onderzoek jaarverslaggeving Nederlandse ondernemingen*, Koninklijk NIVRA/Kluwer, Deventer, pp. 13-47.
- Ouden, G.J. den, (2004), Ratiobepalingen in leningovereenkomsten, *Accounting*, vol. 108, no. 6, pp. 9-17.
- Rabobank, (2005), *Ratio's en niet financiële convenants bij zakelijke financieringen*, Handleiding Financiering Bedrijven.

- Swagerman, D. en R. ter Hoeven, (2004), De overgang naar IFRS: 'know your customer', *Accounting*, vol. 108, no 12, pp. 29-31.
- Swinkels, L.A.P., (2006), Zijn pensioenregelingen gewijzigd als gevolg van de introductie van IFRS?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 11, pp. 562-570.
- Van Tendeloo, B. en A. Vanstraelen, (2005), Earnings management under German GAAP versus IFRS, *European Accounting Review*, vol. 14, no 1, pp. 155-180.
- Vergoossen, R.G.A., (2006), Invloed van IFRS op netto resultaat en eigen vermogen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 11, pp. 550-561.
- Verordening (EG) Nr. 1606/2002 van het Europees parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen, PB L 243 van 11 november 2002.
- Verschuren P. en H. Doorewaard, (2001), *Het ontwerpen van een onderzoek*, Lemma, Utrecht.

Noten

- 1 Binnen de literatuur kan geen eénduidig antwoord worden gevonden op de vraag hoe verstrekkers van vreemd vermogen het begrip solvabiliteit definiëren. Omdat dit voor het onderzoek wel van belang is, wordt deze vraag aan de verstrekkers van vreemd vermogen voorgelegd (paragraaf 4, vraag 1D).
- 2 Het aantal jaren werkervaring ligt met aan zekerheidsgrenzende waarschijnlijkheid hoger omdat één respondent 'veel' geantwoord heeft bij de vraag naar het aantal jaren werkervaring.