

De toekomst verslagen

Koersen op aandeelhouderswaarde

Paul van Asperen en Bob van Kuijck

SAMENVATTING De noodzaak van goede externe verslaggeving voor het functioneren van de kapitaalmarkten is in de literatuur reeds vaker geduid. Het is van belang dat de ondernemingsleiding de kapitaalmarkt voorziet van adequate informatie; alleen winstcijfers volstaan niet meer. Het rapporteren over de ontwikkelingen in de aandeelhouderswaarde van de onderneming kan een oplossing bieden. Om de aandeelhouderswaarde te kunnen bepalen is toekomstgerichte informatie in de externe verslaggeving een vereiste. Hierbij gaat het primair om het inzicht in de strategie alsmede de daarmee samenhangende risico's en toekomstige kasstromen. In dit artikel worden de hoeken van het speelveld, waarbinnen de noodzakelijke uitbreiding van de externe verslaggeving naar meer toekomstgerichte informatie zou moeten verlopen, geschetst.

1 Inleiding

's Werelds grootste mobiele netwerkconcern Vodafone heeft de afgelopen jaren omvangrijke acquisities gepleegd, zoals bijvoorbeeld Mannesmann voor \$ 164 miljard. Miljarden dollars zijn inmiddels afgeschreven op deze investeringen door Vodafone en beleggers zijn teleurgesteld. De ambitieuze en wellicht te rooskleurige inschattingen van gebruik van mobiele telefonie, technische mogelijkheden en de utilisatie

Drs. P. van Asperen is werkzaam als auditor bij KPMG in Groningen. Hij studeerde Bedrijfseconomie aan de Rijks Universiteit Groningen. Dit artikel is mede gebaseerd op zijn afstudeerscriptie.

Dr. J.R.H.J. van Kuijck RA RC is directeur bij KPMG te Amstelveen. Tevens is hij verbonden als kerndocent Algemene Auditing aan de postdoctorale opleiding Operational Auditing van de Universiteit van Amsterdam.

van het UMTS-netwerk zijn drastisch bijgesteld. Hadden beleggers en vreemd vermogensverschaffers geïnvesteerd in Vodafone als de onderneming de inschatting van de toekomstige kasstromen en de aanverwante risico's uitvoeriger had gepresenteerd in haar externe verslaggeving?

Dit voorbeeld maakt duidelijk dat het belangrijk is dat de ondernemingsleiding de kapitaalmarkt voorziet van adequate informatie omtrent de strategie, kansen, bedreigingen, (toekomstige) activiteiten en daaraan verbonden risico's en dergelijke. Door de kapitaalmarkten te voorzien van deze informatie, zou de waarde van de onderneming meer kunnen worden bepaald door de feitelijke risico's die de onderneming loopt en de kasstromen die zij genereert¹. Echter, de huidige externe verslaggeving schiet hier tekort. In een aantal gezaghebbende rapporten van research boards van accountantsorganisaties, zoals *Making Corporate Reports Valuable* (McMonnies, 1988; Institute of Chartered Accountants of Scotland, 1990) en *The Future Shape of Financial Reports* (Arnold et al., 1994) worden tekortkomingen van het financiële verslag geschetst en oplossingen aangedragen (Knoops en Braam, 1999). Ook rapporten als *No Surprises: The Case for Better Risk Reporting* van het Institute of Chartered Accountants in England and Wales (1999) en *Strengthening Financial Markets: Do Investors Have the Information They Need?* van de SEC Inspired Task Force (2001) tonen aan dat de externe verslaggeving op dit gebied verbetering behoeft. Als belangrijkste kritiek komt in de genoemde rapporten naar voren dat de informatieverstrekking in de externe verslaggeving teveel op het verleden is gebaseerd en in onvoldoende mate is gericht op de toekomst. Ons inziens hebben genoemde tekortkomingen en oplossingen eveneens betrekking op de huidige Nederlandse regels omtrent de externe verslaggeving (Titel 9 BW2). Wellicht kan het rapporteren over de ontwikkelingen in de aandeelhouderswaarde hier een oplossing bieden. De aandeelhouderswaarde – ook

wel *shareholder's value* genoemd – kan worden gedefinieerd als de economische waarde van het eigen vermogen, gebaseerd op verwachte toekomstige kasstromen (Hoogendoorn, 1999).

Hierna zal worden besproken op welke wijze de jaarverslaggeving van ondernemingen tegemoet kan komen aan de informatiebehoefte van beleggingsanalisten en andere participanten in de kapitaalmarkt. Op basis van deze informatie dienen zij een inschatting te kunnen maken van toekomstige prestaties van de onderneming en de waarde van aandelen. In paragraaf 2 zal uiteen worden gezet waarom winstcijfers allang niet meer volstaan. Daarbij wordt een beschouwing gegeven van de uitkomsten van diverse empirische onderzoeken onder de gebruikers van de jaarrekening. In paragraaf 3 wordt vervolgens de vraag gesteld of *shareholder's value* het nieuwe adagium in de externe verslaggeving is. Daarna wordt in paragraaf 4 concreet aangegeven hoe de externe verslaggeving aan relevantie kan winnen. Tevens worden de mogelijke consequenties voor de accountantscontrole genoemd. Tot slot wordt het artikel in paragraaf 5 afgerond met de conclusie.

2 Alleen winstcijfers volstaan allang niet meer

2.1 Gebruikersonderzoeken in vogelvlucht

In veel accountingstudies worden resultaten gepresenteerd van empirisch onderzoek onder een of meer gebruikersgroepen naar het relatieve belang dat wordt gehecht aan diverse elementen en/of grootheden uit jaarrekeningen. Het merendeel van deze onderzoeken is verricht met behulp van omvangrijke schriftelijke enquêtes. In veel geringere mate zijn interviews afgenomen of zijn andere onderzoekstechnieken toegepast, zoals bijvoorbeeld experimenten op basis van gefingeerde datasets (zie ook Feenstra et al., 2000).

Met name in de jaren zeventig zijn veel gebruikersonderzoeken verricht. Het doel van deze gebruikersonderzoeken was veelal inzicht te verschaffen in het gebruik van informatie-elementen in de jaarrekening. Hierbij trachtte men door middel van een enquête inzicht te verwerven in de factoren die de oordeelsvorming van de gebruiker van jaarrekeninginformatie beïnvloeden. In het bijzonder zijn destijds de opvattingen van particuliere aandeelhouders onderzocht, zowel in Nederland (onder andere Klaassen en Schreuder, 1980) als in het buitenland (onder andere Baker en Haslem, 1973; Lee en Tweedie, 1975; Chang en Most, 1977, 1985). De onderzoeken zijn niet

beperkt gebleven tot particuliere aandeelhouders. Ook de opvattingen van professionele gebruikers van financiële jaarverslagen zoals institutionele beleggers, beleggingsanalisten en de financiële pers, alsmede de opvattingen van belangengroeperingen zoals werknemersorganisaties en consumentenorganisaties zijn onderzocht (Chang en Most, 1985; Lee en Tweedie, 1981; Limperg Instituut, 1984; Feenstra, 1985).

Meer recentelijk is eveneens onderzoek gedaan naar het belang dat diverse gebruikersgroepen hechten aan de verschillende onderdelen van de externe verslaggeving. Bekend zijn de onderzoeken van het Jenkins Committee (AICPA, 1995) en van de Association for Investment Management Research (Fleishman-Hillard, 2000) naar de informatiebehoefte van financieel analisten. Voor de Nederlandse situatie zijn onderzoeksresultaten gepubliceerd over het relatieve belang dat gebruikers toekennen aan bepaalde onderdelen van de externe verslaggeving. Het betreft de volgende onderzoeken: Vergoossen (1994) onder beleggingsanalisten, Bollen (1996) onder kredietbeoordelaars (loan officers) bij kredieten voor middelgrote en kleine ondernemingen en Hassink (2000, 2001) onder vakbondsonderhandelaars en leden van ondernemingsraden. Kortom, er is in diverse onderzoeken getracht de informatiebehoefte van verschillende gebruikers van de externe verslaggeving in kaart te brengen. Hierbij is een breed scala aan gebruikers onder de loep genomen.

Informatie over toekomstverwachtingen

Volgens een groot aantal gebruikers in het eerder aangehaalde onderzoek van Klaassen en Schreuder (1980) behoorde de informatie over toekomstverwachtingen tot de belangrijkste informatie-elementen van de externe verslaggeving. In dit onderzoek werd informatie verkregen van ruim zeshonderd personen die de meer geïnteresseerde gebruikers vertegenwoordigden. Hoewel het onderzoek enigszins gedateerd is, zijn de conclusies ons inziens nog altijd actueel. Meer recente onderzoeken door Fleishman-Hillard (2000) onder portfolio managers, door het American Institute of Certified Public Accountants (1995) onder professionele investeerders en kredietverstrekkers, alsmede de conclusies van de SEC Inspired Taskforce (2001)² tonen eveneens aan dat informatie over toekomstverwachtingen in een belangrijke informatiebehoefte voorziet.

Jaarrekening; belangrijkste bron van informatie

In Nederland werd recentelijk eveneens onder gebruikers van de jaarrekening onderzoek gedaan door de

projectgroep *Kwaliteit van de externe financiële verslaggeving in Nederland* (Limperg Instituut, 2002). Ook dit gebruikersonderzoek heeft zich beperkt tot de professionele analisten omdat deze worden gezien als de meest intensieve gebruikers van jaarrekeninginformatie. Door middel van het afnemen van interviews is ingegaan op enkele algemene aspecten aangaande de specifieke aard van de werkzaamheden van analisten, de rol van financiële informatie in het algemeen en die van jaarrekeninginformatie in het bijzonder. Uit de interviews bleek overigens een duidelijke diversiteit in de werkwijze van analisten. De één richt zich meer op *kwantitatieve* analyses, terwijl de ander veel meer belang hecht aan *kwantitatieve* informatie. In alle gevallen werd echter benadrukt door de professionele analisten dat de jaarrekening de belangrijkste bron van informatie is.

Uit de aangehaalde onderzoeken van de afgelopen decennia kan worden geconcludeerd dat de jaarrekening nog steeds de belangrijkste bron van informatie is. Daarnaast tonen de onderzoeken aan dat er een duidelijke behoefte is aan toekomstgerichte informatie in de externe verslaggeving.

2.2 Sturen op aandeelhouderswaarde vereist meer toekomstgerichte informatie in de externe verslaggeving

De behoefte om te sturen op aandeelhouderswaarde heeft eind vorige eeuw de roep om toekomstgerichte informatie in de externe verslaggeving versterkt. Daar waar in het verleden de prestaties van een bedrijf werden afgemeten aan de omvang van de winst, zijnde het (boekhoudkundig) batig saldo dat over de afgelopen periode resteerde, is tegenwoordig de aandacht meer gericht op de waardecreatie van de onderneming. Ondernemingen passen dan ook steeds vaker concepten toe als 'Economic Value Added (EVA)', Cash Flow Return On Investments (CFROI) en 'Value-Based Management'.

Aandeelhouderswaarde

In de literatuur bieden de neoklassieke micro-economie en de financieringstheorie goede handvatten voor het antwoord op de vraag wat 'economische' waarde is en onder welke omstandigheden die kan worden gecreëerd (Von Eije en Van Loon, 1996). Een indicator voor de waardecreatie van de onderneming is de aandeelhouderswaarde, waarbij deze is gebaseerd op verwachte toekomstige kasstromen. Voor het bepalen van deze toekomstige kasstromen is juist toekomstgerichte informatie relevant.

Waardekloof

Het toenemende belang dat wordt gehecht aan inzicht in de (aandeelhouders)waarde vindt mede een verklaring in de toenemende discrepantie tussen boek- en aandeelhouderswaarde, de zogenaamde 'waardekloof'. Hoogendoorn en De Bruijn (2000) berekenen in hun empirisch onderzoek de verhouding tussen aandeelhouderswaarde en het eigen vermogen volgens de balans, uitgedrukt in een percentage. De aandeelhouderswaarde hebben zij bepaald aan de hand van de beurskoers³ ultimo boekjaar vermenigvuldigd met het aantal geplaatste en gestorte gewone aandelen. Bij 100% is er geen waardekloof. De onderzoeksresultaten geven weer dat de waardekloof van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in 1997, exclusief de financiële instellingen, uiteenliep van 63% voor Nedlloyd tot 3.908% voor Getronics. De gemiddelde waardekloof van de onderzochte populatie was dat jaar 507%.

In feite is deze waardekloof in belangrijke mate te verklaren op grond van de focus in de externe verslaggeving op overwegend retrospectieve informatie, terwijl de ontwikkeling van de aandelenkoers theoretisch in belangrijke mate zou moeten worden bepaald door verwachtingen ten aanzien van de winstgevendheid in de toekomst. Traditioneel presenteert de balans volgens Nederlandse regelgeving de aan de aanschaf gerelateerde investeringen die in de toekomst naar verwachting winsten zullen genereren. Echter, door de huidige ontwikkelingen bestaat meer en meer het inzicht dat het kasstroomgenererende vermogen van activa de waarde van de activa bepaalt, waaronder het *intellectual capital* van de onderneming (zie ook Vergauwen en Vandemaele, 2001). Met de opkomst van de 'nieuwe economie'⁴ geldt voor het merendeel van de ondernemingen dat de waardekloof alleen maar toeneemt en de huidige externe verslaggeving meer en meer haar relevantie verliest.

2.3 Inzicht in toekomstige kasstromen en risico's

De waarde van de onderneming moet voor een belangrijk deel worden bepaald door de (toekomstige) prestaties van de onderneming en niet door het beursspel op de kapitaalmarkten. Om de aandeelhouderswaarde te kunnen bepalen is derhalve toekomstgerichte informatie in de externe verslaggeving een vereiste. Het gaat hier primair om het inzicht in de toekomstige kasstromen en de aanverwante risico's.

Toekomstige kasstromen

Aandeelhouderswaarde dient gebaseerd te zijn op toekomstige kasstromen en niet op boekhoudkundig

beïnvloedbare grootheden zoals winst (Von Eije en Van Loon, 1996). Afschrijvingen, voorzieningen en belastinglatenties in het winstbegrip zijn daarom niet altijd van belang voor een economische waardebeoordeling. Er moet naar worden gestreefd de maatstaf te berekenen op basis van economische waarden in tegenstelling tot boekhoudkundige waarden. Naast het meerperiode karakter van toekomstige kasstromen, moeten daaraan worden toegevoegd de tijd- en risicovoorkeur. Bovendien zou ook aandacht moeten worden besteed aan de gevoeligheid van kasstromen voor veranderingen (scenario's).

Risico's

Meer openheid en transparantie omtrent de toekomstverwachtingen van de onderneming en de bijbehorende risico's komen tegemoet aan de informatiebehoefte van alle belanghebbenden. Het is echter juist op dit punt dat de jaarrekening te wensen overlaat, zo blijkt uit eerdergenoemde gebruikersonderzoeken (onder andere Limperg Instituut, 2002; Fleishman-Hillard, 2000). Er wordt door vrijwel alle ondernemingen veel te weinig aandacht besteed aan risico's. Ofschoon veel ondernemingen de laatste jaren een risicoparagraaf hebben opgenomen in het jaarverslag is die veelal alleen kwalitatief van aard. Volgens de jury van de Henri Sijthoff-prijs 2001 zou in Nederland deze risicoparagraaf wat meer kwantitatief ingericht mogen zijn, waardoor meer inzicht in de werkelijke risico's ontstaat. De visie op rapportering over risico's neemt gaandeweg concrete vormen aan, getuige de rapporten van de ICAEW uit 1997 en 1999 (zie ook Meijer, 2003). Echter, de externe verslaggeving in Nederland als ook in het buitenland is op dit gebied nog beperkt.

Het voorgaande maakt duidelijk dat alleen winstcijfers allang niet meer voldoen aan de informatiebehoefte van de diverse gebruikers van externe verslaggeving. De discrepantie tussen de waarde van de onderneming en de waarde volgens de balans, de toenemende interne aansturing op waardecreatie, alsmede de behoefte aan meer openheid en transparantie aangaande risico's en toekomstige kasstromen van de onderneming maken dat de huidige externe verslaggeving steeds meer aan relevantie verliest. Zoals reeds eerder aangegeven kan het inzichtelijk maken van de ontwikkelingen in de aandeelhouderswaarde hier een oplossing bieden.

3 Shareholder's Value; het nieuwe adagium in de jaarverslaggeving

Shareholder versus stakeholder

Het centraal stellen van de aandeelhouder komt vooral

voort uit de Angelsaksische wereld, waar de aandeelhouder als primaire stakeholder van de organisatie wordt beschouwd. Als gevolg van onder andere de vergaande internationalisering van het bedrijfsleven en de mondialisering van de financiële markten, krijgen de Angelsaksische opvattingen steeds sterker voet aan de grond in continentaal Europa. Toch wordt in deze landen het centraal stellen van de aandeelhouder met een zekere scepsis bekeken. Het gevaar zou namelijk kunnen bestaan dat de nadruk op shareholder's value ten koste gaat van stakeholder's value (Hoogendoorn en de Bruijn, 2000).

Het is een hardnekkig misverstand dat het streven naar maximalisatie van de aandeelhouderswaarde per definitie ten koste gaat van de belangen van de overige belanghebbenden. De aandeelhouder heeft immers slechts recht op de laatste 'restopbrengsten' van de onderneming nadat alle stakeholders hun faire en marktconforme beloning hebben ontvangen. De snelle informatievoorziening zorgt ervoor dat stakeholders als het ware permanent toeschouwer zijn bij wat de onderneming doet. Een toeschouwer die niet schuwt te protesteren en actie te ondernemen als hij zaken ziet die hem niet bevallen. De in het verleden door informatieasymmetrie ontstane onevenwichtige machtsverhoudingen tussen bestuurders, aandeelhouders en overige belanghebbenden wordt door meer openheid en transparantie doorbroken. In het huidige tijdsgewricht worden ondernemingen tot meer openheid en transparantie gedwongen in het kader van de inspanningen van de onderneming om een *license to operate* te behouden of te verwerven (zie ook Herkströter, 1999). Het is dan ook onze overtuiging dat het onderling afstemmen van de verlangens en verwachtingen van de verschillende stakeholders uiteindelijk de waardecreatie van de onderneming op de lange termijn ten goede komt.

De onderneming die zich verantwoordelijk voelt jegens zijn klanten, zijn personeel en de maatschappij in brede zin, moet slechts één doel nastreven: maximalisatie van de aandeelhouderswaarde (Rappaport, 1988). Van Witteloostuijn (2002) komt in zijn *De economie van de egocentrische hebzucht*, een recent preadvies van de Koninklijke Vereniging van Staatshuishoudkunde, tot de conclusie dat het Nederlandse bedrijfsleven het begrip aandeelhouderswaarde heeft omarmd, zonder de richtlijnen inzake het verstrekken van transparantie en het afleggen van directe verantwoordelijkheid na te leven. De externe verslaggeving als verantwoordingsinstrument kan daarbij een belangrijke rol spelen.

Tijdshorizon en evenwichtige termijnnoriëntatie

De vaak genoemde tegenstellingen tussen verschillende groepen belanghebbenden van een onderneming zijn goeddeels schijn. Zij zijn niet gelegen in verschillen in belangen, maar primair in verschillen in de tijdshorizon waarbinnen de groepen hun belangen afwegen. Een oriëntatie op kortetermijnbelangen kan leiden tot ongewenste effecten op de aandeelhouderswaarde. Het risico wordt immers groter dat managers zich fixeren op het behalen van kortetermijnresultaten, hetgeen mogelijk falend beleid in de hand werkt. Dit kan bijvoorbeeld leiden tot het uitstellen van noodzakelijke investeringen, het doorvoeren van onnodige saneringsmaatregelen of het verwerpen van kostenvervlindende projecten die op de lange termijn van strategisch belang zijn. Als bovendien topbestuurders ook nog riant vertrekpremies krijgen bij falend beleid, wordt de aandeelhouderswaarde zeker geschaad.

De bovengenoemde effecten van fixatie op korte termijn schaden het belang van de aandeelhouders op de lange termijn. Een te zwaar accent op prestaties in kwartaalrapportages werkt deze fixatie in de hand. Derhalve moet een strengere corporate governance gericht op een langetermijnnoriëntatie ervoor zorgen dat de focus op aandelen niet ten koste gaat van de overige stakeholders⁵. In artikel 3 van de preambule van de conceptcode van Tabaksblat (2003) staat dat het bestuur en de raad van commissarissen een integrale verantwoordelijkheid hebben voor de afweging van de belangen van de stakeholders, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarmee wordt expliciet gestuurd op een evenwichtige oriëntatie van topbestuurders op korte en lange termijn.

Geconcludeerd kan worden dat het optimaliseren van de aandeelhouderswaarde uiteindelijk in het belang is van alle stakeholders. Echter, transparantie en het

afleggen van directe verantwoordelijkheid aangaande de shareholder's value is een vereiste. De jaarrekening is hier het geschikte medium voor. Van tegenstellingen tussen shareholders en de overige stakeholders is geen sprake mits aandeelhouderswaarde als een langetermijnconcept wordt beschouwd (Limperg Instituut, 1998). Om een evenwichtige termijnnoriëntatie van topbestuurders te stimuleren, is het van belang dat de onderneming toekomstige ontwikkelingen, en de bijbehorende risico's, in kaart brengt en deze ook expliciet opneemt in haar externe verslaggeving.

Hierna zal worden ingegaan op de wijze waarop deze toekomstinformatie binnen de externe verslaggeving gestalte kan krijgen.

4 'Best practice' van externe verslaggeving: De hoeken van het speelveld

4.1 Uitgebalanceerde verslaggeving

Met de opkomst van de kenniseconomie zou je kunnen stellen dat de aandeelhouderswaarde van de onderneming meer en meer wordt bepaald door het 'kenniskapitaal' van de organisatie. Medio 1999 heeft het Ministerie van Economische Zaken bijvoorbeeld vier accountantskantoren gevraagd ieder afzonderlijk een methode te ontwikkelen om dit kenniskapitaal, de zogenaamde immateriële productiemiddelen, beter tot zijn recht te laten komen in de externe verslaggeving. Om de verschillende methodes onderling te vergelijken is destijds in de rapportage, *Balanceren met Kennis*, gekozen om de verschillende methoden onder te brengen in een kruistabel (zie tabel 1).

De kruistabel gaat uit van het onderscheid tussen enerzijds comptabele en niet-comptabele informatie en anderzijds retrospectieve en prospectieve informatie. Hierbij wordt comptabele informatie gegoten in de vorm van een comptabel verband uitmondend in een samenhangend geheel van vermogen en resultaat, in geld uitgedrukt. Retrospectieve informatie en prospectieve informatie hebben betrekking op informatie over het verleden respectievelijk het heden en de toekomst. De huidige regelgeving heeft bijvoorbeeld met name betrekking op retrospectief comptabele informatie, de jaarrekening in enge zin. Het Ministerie van Economische Zaken wilde vooral 'de hoeken van het speelveld verkennen' zonder daarbij de officiële kantlijnen in acht te nemen. De kruistabel is derhalve naar ons idee een bruikbaar hulpmiddel om inzichtelijk te maken waar de mogelijke uitbreiding van de externe verslaggeving zou kunnen plaatsvinden.

Tabel 1. Relatie Informatie/presentatie in de jaarrekening

	Comptabel (kwantitatief)	Niet-Comptabel (kwalitatief)
Retrospectief (Waarde-evaluatie)	I	II
Prospectief (Waardecreeatie)	III	IV

Tabel 2. De vier kwadranten

I	<p>Het gaat hier om de jaarrekening in enge zin. Het afleggen van verantwoording staat hierbij centraal.</p>
II	<p>Onder de niet-comptabele retrospectieve informatie kunnen bijvoorbeeld verklaringen worden opgenomen over afwijkingen tussen eerdere waardebepalingen ten opzichte van de gerealiseerde waarde. Tevens valt hieronder de toelichting van de directie op de gang van zaken in de voorgaande periode zoals die momenteel reeds zijn opgenomen in het directieverslag*. Gezien het retrospectieve karakter staat ook hier de verantwoordingsfunctie centraal.</p> <p>Kasstroomoverzichten kunnen worden ingeschaald op de grens tussen kwadrant I en II. Het kasstroomoverzicht is een belangrijke informatiebron voor de belegger. De kasstromen zijn namelijk boekhoudkundig nauwelijks te manipuleren. De aandeelhouder heeft daardoor meer zekerheid over de hardheid van de gepresenteerde cijfers dan bij de winstcijfers die een resultante zijn van 'accounting manipulaties' (Van Kuijk, 1999). De meeste kasstroomoverzichten missen nu echter nog helder gepresenteerde, prospectief gerichte informatie.</p> <p>Tevens kunnen de reeds verschenen rapportages in het kader van <i>sustainability reporting</i> worden ingeschaald tussen de kwadranten I en II.</p>
III	<p>Als voorbeelden van prospectieve, comptabele informatie kan worden gedacht aan de balans op basis van marktwaarde al dan niet in combinatie met de activering van immateriële activa, alsmede het prospectieve model van Hoogendoorn (1999). Centraal in een dergelijk model staat het afleggen van verantwoording over de ontwikkelingen in de waarde van de onderneming in de afgelopen perioden (waarde-evaluatie). Doordat het verloop in de waarde van de onderneming over de afgelopen perioden zichtbaar wordt, kan een adequate prestatiemeting plaatsvinden.</p> <p>In dit kwadrant kunnen ook scenario- en gevoeligheidsanalyses worden ingeschaald. Bijvoorbeeld het effect van een euro minder besteding per klant voor retailbedrijven, de effecten van een daling van de rente met 300 basispunten, de prijsstijging van basisgrondstoffen met 4% of de dollar/eurowisselkoersverhouding.</p> <p>Ook kan worden gedacht aan een weergave van het aantal uitstaande aandelen met vermelding van het koersverloop over bijvoorbeeld de afgelopen vijf jaren, alsmede kan ter aanvulling een indicatie van de waardeklouf worden gegeven door eveneens de P/E-ratio over de afgelopen vijf jaar te vermelden.</p> <p>De in paragraaf 2.2 genoemde prestatie-indicatoren EVA en CFROI liggen binnen deze kruistabel ergens op de grens tussen kwadrant III en IV.</p>
IV	<p>Alle additionele kwalitatieve informatie die de gebruikers van de jaarrekening nodig achten om de toekomstige waardecreatie van de onderneming te beoordelen, kunnen in kwadrant IV worden ondergebracht. Momenteel is het directieverslag de logische plek voor dergelijke informatie.</p> <p>Het gaat hier om een uitgebreide gegevensverstrekking over kansen en bedreigingen, risico's en allerlei gebeurtenissen en omstandigheden die van invloed kunnen zijn op de toekomstige ontwikkelingen van de onderneming, alsmede analyses en de managementvisies op de toekomst.</p>

* Onder het directieverslag wordt verstaan het jaarverslag van de Raad van Bestuur over de gang van zaken gedurende het boekjaar en over de verwachte gang van zaken in de toekomst (toekomstparagraaf). Overige veel gebruikte termen zijn: jaarverslag (artikel 2:391 BW) en bestuursverslag.

Naast de reeds gebruikelijke jaarrekeninggegevens hebben wij de informatie welke wij wenselijk achten, ondergebracht in de vier kwadranten. In tabel 2 staat per kwadrant toegelicht wat voor soort informatie het betreft en met welk doel dergelijke informatie wordt verstrekt. Binnen de aangegeven kaders moet men komen tot de gewenste invulling van de externe verslaggeving en kunnen 'Best Practices' van externe verslaggeving tot stand komen.

Analyse van kwadranten I en II – retrospectieve informatie

Naar onze mening komt in de huidige externe verslaggeving kwadrant I voldoende aan bod. Tevens neemt ook, hoewel voornamelijk retrospectief van aard, het gebruik van kasstroomoverzichten in de jaarrekening toe. Als gevolg hiervan wordt ook kwadrant II beter afgedekt.

De huidige kasstroomoverzichten, zoals die reeds zijn opgenomen in diverse jaarverslagen, laten echter nog wel eens te wensen over. Zo hebben diverse jury's van de Sijthoff-prijs aanbevelingen gedaan ter verbetering van de kwaliteit van kasstroomoverzichten. Een mogelijke verbetering is bijvoorbeeld een kasstroomoverzicht dat naast informatie uit het verleden ook in zeker detail vooruitblijkt naar de toekomst. Het kasstroomoverzicht kan bijvoorbeeld worden aangevuld met een liquiditeitsbegroting die vooruitblijkt naar aflossingsschema's, nieuwe investeringsverplichtingen, gevoeligheid voor exogene ontwikkelingen en de eisen die banken stellen aan bepaalde financieringsratio's.

Analyse van kwadranten III en IV – prospectieve informatie

De kwadranten III en IV zijn in de huidige wetgeving nog zwaar onderbelicht. Dit is op zich vreemd aangezien er juist behoefte bestaat aan prospectieve informatie in de jaarrekening. Conform de Nederlandse wet is in het directieverslag wel een toekomstparagraaf opgenomen. Echter, dit stuk blinkt tot op heden in de meeste gevallen uit door een zeer voorzichtige en daardoor vage toonzetting. Dit is overigens niet verwonderlijk. Het bestuur heeft geen 'perfect foresight' en het zal er wel voor waken om het te doen voorkomen alsof het dat wel heeft. Dit zou zelfs tot schadelijke claims van investeerders kunnen leiden bij het niet halen van resultaten die zeer stellig voorspeld waren. Een andere belangrijke factor die tot de vaagheid over de toekomst aanleiding geeft, is de verwachting van het bestuur dat de concurrenten met belangstelling kennis zullen nemen van de toekomstinformatie. De projecten waarvan het bestuur echte waardecreatie verwacht zullen dus niet concreet worden besproken, en zeker niet compleet met de bijdrage aan de toe-

komstige kasstromen (Von Eije en Van Loon, 1996). Om deze impasse te doorbreken is er behoefte aan eenduidige regelgeving omtrent toekomstgerichte informatie in de jaarrekening. De jury van de Sijthoff-prijs 2000 concludeert zelfs dat regelgeving een sterke kwaliteitsbepalende factor is.

In de Verenigde Staten is men veel verder met het opnemen van toekomstinformatie in de externe verslaggeving. De Nederlandse onderneming die in de VS een notering heeft, wordt met US GAAP (eventueel via Form 20F) geconfronteerd met de 'future expectations' in de Management Discussion and Analysis (MD&A) alsmede de analyse van toekomstige kasstromen. Wij verwachten dan ook in de komende jaren, in lijn met US GAAP, een verdere invulling van de kwadranten III en IV in de eerder gepresenteerde kruistabel.

In welke vorm dergelijke informatie uiteindelijk gepresenteerd wordt en waar deze informatie zijn plaats zal vinden in de externe verslaggeving is in de toekomst wellicht minder relevant, gezien bijvoorbeeld de ontwikkelingen van de eXtensible Business Reporting Language (XBRL). In onze ogen zouden in dit geval alle vier de kwadranten leidend moeten zijn bij de informatieverstrekking van organisaties. Uiteindelijk bepaalt namelijk het doel van de gebruiker de inhoud en indeling van zijn of haar XBRL-rapport. Echter, zover is het nog niet.

4.2 Regelgeving op het gebied van toekomstgerichte informatie

Op dit moment is de regelgeving op internationaal en nationaal gebied voor toekomstgerichte informatie in de externe verslaggeving nog beperkt. In hoofdzaak betreft het hier namelijk een terrein dat niet wordt bestreken door de jaarrekening in enge zin, maar door het directieverslag. De European Accounting Study Group, de zogeheten 'E5+2' – een samenwerkingsverband tussen de standard setters uit Engeland, Nederland, Scandinavië, Duitsland en Frankrijk, aangevuld met FEE en de EU – heeft in 2000 een 'position paper' uitgebracht over de MD&A (directieverslag). In dit position paper, *Management's Analysis of the Business*, wordt een aantal uitgangspunten gegeven waaraan het directieverslag dient te voldoen. De bedoeling was om dit studierapport bij de IASB in te brengen. Echter, tot op heden heeft dit nog niet geleid tot concrete acties van het IASB. De IASB heeft de informatieverstrekking over de meer toekomstgerichte kwalitatieve (niet-comptabele) informatie tot op heden links laten liggen. Ook de gepresenteerde 'transparan-

tierichtlijn' van Europees commissaris Bolkestein geeft geen richting aan de inhoud van het directieverslag.

Wij zijn echter van mening dat het wenselijk is dat er een duidelijke regelgeving komt die voorschrijft welke toekomstgerichte informatie ondernemingen moeten verstrekken alsmede de wijze waarop. Ten eerste moet het scala aan rapporteringmogelijkheden beperkt blijven om in de toekomst de vergelijkbaarheid tussen de diverse toekomstgerichte informatie in de jaarrekening mogelijk te maken. Van belang is een gestructureerde en daar waar mogelijk gekwantificeerde weergave van risico's. Als voorbeeld van gekwantificeerde risico's kan in navolging van het advies van de jury van de Sijthoff-prijs 2001 worden gedacht aan een weergave van het effect op de toekomstige kasstromen door een wijziging van voor het desbetreffende bedrijf belangrijke variabelen, zoals bijvoorbeeld wijzigingen in de wisselkoersverhoudingen.

Ten tweede moet deze toekomstgerichte informatie toetsbaar zijn aan een normenkader zodat de kwaliteit ervan kan worden vastgesteld. Om de betrouwbaarheid van de door de onderneming verstrekte informatie te kunnen vaststellen, heeft de externe accountant behoefte aan een normenkader. Een accountantscontrole kan immers slechts plaatsvinden indien er een normenkader voorhanden is waaraan de accountant de opgestelde verantwoording kan toetsen.

Het voorgaande is een pleidooi voor nadere richtlijnen voor het opnemen van toekomstgerichte informatie in de externe verslaggeving. Jammer is dat ondanks de eerder gesignaleerde informatiebehoefte hier tot op heden zowel internationaal als nationaal weinig richting aan wordt gegeven.

4.3 De rol van de accountant

De taak en functie van de accountant in het kader van de certificering van een jaarrekening die toekomstgerichte informatie bevat wordt door een duidelijk spanningsveld van deskundigheid en objectiviteit afgebakend. Zolang er geen richtlijnen voorhanden zijn waarin staat voorgescreven hoe een dergelijke jaarrekening dient te worden opgesteld, blijven de te verrichten werkzaamheden en de daaraan gekoppelde verklaringen c.q. mededelingen van de accountant ongedefinieerd. Vooralsnog zullen de beoordelingswerkzaamheden ten hoogste uitmonden in een mededeling met de daaraan toe te kennen zekerheid. Bij verschillende soorten van informatie, ingedeeld naar het tijdstip waarop zij betrekking hebben, horen verschillende zekerheden (Waardenburg, 1997).

Voorwaarde voor de accountantscontrole is dat er een normenkader voorhanden is waaraan de accountant de opgestelde verantwoording kan toetsen. Het is niet eenvoudig om een dergelijk kader op te zetten. In ieder geval kan binnen het huidige verklaringstelsel nimmer sprake zijn van een goedkeurende verklaring bij toekomstgerichte informatie, aangezien een accountant nooit een 'redelijke mate van zekerheid' kan toevoegen aan deze voornamelijk subjectieve informatie. Echter, zolang er in het geheel geen normenkader voorhanden is, kan eveneens twijfel bestaan over de mogelijkheid of er wel een beoordelingsverklaring kan worden afgegeven. Wellicht is het maximaal haalbare een rapport met de feitelijke bevindingen over het toekomstgerichte informatiesysteem en de geconstateerde verschillen tussen eerdere voorspellingen en de uiteindelijke uitkomsten. Een dergelijk rapport zal zich dan met name richten op de betrouwbaarheid van het systeem van toekomstgerichte informatievoorziening alsmede de basisgegevens en de gehanteerde veronderstellingen. Het object van onderzoek zijn hierbij de systemen en procedures waarmee de informatie tot stand komt. Aanvullend zal de accountant zich moeten overtuigen van de juistheid van de rekenkundige bewerkingen en de aanvaardbaarheid van de gehanteerde projectie- en extrapolatiemethoden.

Om de creatie van een nieuwe verwachtingskloof te voorkomen, is er behoefte aan internationale controle-richtlijnen ten behoeve van het toetsen van de toereikendheid van de verstrekte toekomstgerichte informatie alsmede de vergelijkbaarheid en uniformiteit ervan. In dit opzicht kan worden gekeken naar de AICPA-richtlijnen. In de *Statements on Auditing Standards 57 (SAS 57)* zijn regels ter beoordeling van een prognose opgesteld door het management van de onderneming. In vergelijking met de Nederlandse situatie valt op dat de accountant in plaats van de zogenaamde 'negative assurance' meedeelt dat de prognose is opgesteld met daarvoor geldende AICPA-richtlijnen en dat de veronderstellingen een redelijke basis vormen voor de prognose. Benadrukt wordt dat prognose en werkelijkheid uit elkaar kunnen liggen en dat het zelfs mogelijk is dat zich materiële verschillen voordoen. Tevens wordt expliciet vermeld dat geen verantwoordelijkheid wordt gedragen voor eventuele wijzigingen als gevolg van bijzondere gebeurtenissen of omstandigheden die tot aanpassing van de prognose nopen (Van Kollenburg, 1994).

In theorie zou moeten worden gestreefd naar één accountantsverklaring met een aparte paragraaf aangaande de toekomstgerichte informatie. Hierin zou

expliciet de beperkte mate van zekerheid tot uitdrukking moeten komen ten aanzien van de toekomst-informatie.

Het voorgaande maakt duidelijk dat de externe accountant, meer dan in het verleden het geval was, de discussie met de ondernemingsleiding moet aangaan over het realistisch gehalte van de toekomstgerichte informatie. Daarbij speelt in belangrijke mate de vakkundige oordeelsvorming⁶ van de externe accountant een rol.

5 Conclusie

De afgelopen decennia klinkt duidelijk de roep om toename van toekomstgerichte informatie in de externe verslaggeving. Echter, naar onze mening wordt hieraan onvoldoende gehoor gegeven door de regelgevers op het gebied van de externe verslaggeving. De IASB zou bijvoorbeeld meer aandacht moeten besteden aan de toekomstgerichte informatie. Daarbij zou men zich moeten laten leiden door de behoefte om te sturen en te beoordelen op aandeelhouderswaarde, waarbij de toekomstige kasstromen en de relevante risico's duidelijk worden weergegeven in de externe verslaggeving.

Wij zijn van mening dat er regelgeving moet komen die leidt tot meer inhoudelijke en gestructureerde toekomstgerichte informatie in de externe verslaggeving. In de komende jaren is het van belang om te komen tot een uitgebalanceerde externe verslaggeving die expliciet aandacht besteedt aan een nadere uitwerking van de prospectieve informatiecomponenten in de externe verslaggeving. De externe verslaggeving-regels dienen op het terrein van risicoverslaggeving en toekomstige kasstromen een nadere invulling te krijgen. Deze benadering leidt tot meer transparantie in de informatieverstopping van ondernemingen aan stakeholders en verbetert de corporate governance. ■

Literatuur

- American Institute of Certified Public Accountants, (1995), *Improving Business Reporting – A Customer Focus*.
- Arnold, J., P. Boyle, A. Carey, M. Cooper en K. Wild, (1991), *The future shape of financial reports*, The Institute of Chartered Accountants in England and Wales and the Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Baker, H.K. en J.A. Haslem, (1973), Information needs of individual investors, in: *Journal of Accountancy*, November 1973, pp. 64-69.
- Bollen, L.H.H., (1996), *Financial Reporting Regulation for Small and Medium Sized Private Firms. An empirical analysis of compliance, perceptions, costs, and usefulness*, proefschrift Rijksuniversiteit Limburg, Maastricht (dissertation no. 96-34).
- Chang, L.S. en K.S. Most, (1977), *Investor Uses of Financial Statements: An Empirical Study*, Singapore Accountant.
- Chang, L.S. en K.S. Most, (1985), *The Perceived Usefulness of Financial Statements for Investors' Decisions*, Miami, 1985.
- Eije, J.H. von en P.J.J.M. van Loon, (1996), *De financiële functie en ondernemingswaarde*, Samson Bedrijfsinformatie.
- Feenstra, D.W., (1985), *Oordeelsvorming rond de externe berichtgeving*, Proefschrift, Wolters-Noordhoff.
- Feenstra, D.W., C.A. Huijgen en E.J. Stokking, (2000), *Wat zegt de jaarrekening? Over jaarrekeningbeleid, financiële analyse en planning*, Academic Service, economie en bedrijfskunde.
- Fleishman-Hillard, (2000), *AIMR Corporate Disclosure Survey*, St. Louis (MO), februari.
- Grinblatt, M. en S. Titman, (1998), *Financial Markets and Corporate Strategy*, Irwin/McGraw-Hill, New York.
- Hassink, H.F.D., (2000), *Use and Usefulness of Financial Accounting and Auditing. The case of trade union bargainers*, Proefschrift Universiteit Maastricht.
- Hassink, H.F.D., (2001), Het gebruik van het financiële jaarrapport door leden van de OR: enkele kanttekeningen, in: *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, jg. 105, no. 1243, juni, pp. 188-191.
- Herkströter, C.A.J., (1999), *Wat is van waarde? Ondernemingen zijn toe aan een nieuw waardebegrip*.
- Hoogendoorn, M.N., (1996), *Het belang van de jaarrekening. Interactie tussen gebruikers, verschaffers en controleurs*, Academic Service, economie en bedrijfskunde.
- Hoogendoorn, M.N., (1999), Een modeljaarrekening op basis van aandeelhouderswaarde, in: Bindenga, A.J., M.A. van Hoepen en J. Maat (red.), *Bericht gegeven*, Kluwer, Deventer, pp. 195-212.
- Hoogendoorn, M.N. en S.M.M. de Bruijn, (2000), De kloof tussen aandeelhouderswaarde en eigen vermogen: omvang oorzaken en oplossingen, in: *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, jg. 104, juni, pp. 206-214.
- Hoogendoorn, M.N., J. Klaassen en F. Krens, (1997), *Externe Verslaggeving, in theorie en praktijk*, deel 2, 's-Gravenhage.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales, (1997), *Financial Reporting of Risk: Proposals for a Statement of Business Reporting*, London.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales, (1999), *No Surprises: The Case for Better Risk Reporting*, London.
- Institute of Chartered Accountants of Scotland, (1990), *Making Corporate Reports Valuable. Melody plc Annual Report*, Edinburgh, 1990.

Klaassen, J. en H. Schreuder, (1980), *Het financiële jaarverslag van ondernemingen, een onderzoek onder gebruikers*, Stenfert Kroesse.

Knoops, C.D. en G.J.M. Braam, (1999), Toekomstgerichte gegevensversprekking in het directieverslag: Het jaar 1998 verslagen, in: J. Dijkma, J. Koevoets en R. Vergoossen (red.), *NIVRA geschriften 69*, Hoofdstuk 1. Kluwer/Koninklijke NIVRA, Deventer, Amsterdam, pp. 14-43.

Kollenburg, J.C.E. van, (1994), *Prognoses. Handboek Accountancy* (losbladig), D1350-3 t/m D1350-32. Kluwer Bedrijfsinformatie.

Kuijck, J.R.H.J. van, (1999), De strijd tegen creative accounting, in: *Fiducie*, jg. 8, nr.1, pp. 25-28.

Lank, E., (1997), Leveraging Invisible Assets: the Human Factor, in: *Long Range Planning*, Vol. 30, no.3, pp. 406-413.

Lee, T.A. en D.P. Tweedie, (1975), Accounting Information: An Investigation of Private Shareholder, in: *Accounting and Business Research*, Autumn, pp. 280-291.

Lee, T.A. en D.P. Tweedie, (1981), *The Institutional Investor and Financial Information*, The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London.

Limperg Instituut, (2002), *Kwaliteit van externe financiële verslaggeving in Nederland*, Amsterdam.

Limperg Instituut, (1998), *Limperg dag 1997: 'Shareholder's value' of 'stakeholder's value'?*, Amsterdam.

Limperg Instituut, (1984), *Operationeel winstbegrip*, Amsterdam.

McMonnies, P. (ed.), (1988), *Making Corporate Reports Valuable*, London, 1988.

Meijer, J.W., (2003), Verslaggeving over risico's, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 77, nr. 3, maart, pp. 109-117.

Ministerie van Economische Zaken Nederland, (1999), *Balanceren met Kennis*. Pilot Project van het Ministerie van Economische Zaken, Directoraat-generaal voor Economische Structuur, Directie Algemeen Technologiegebied, Den Haag, juni.

Peters, J.F.M., (1996), *Corporate Governance in Nederland, een aanzet tot verandering en een uitnodiging tot discussie*, Commissie Corporate Governance.

Rappaport, A., (1988), *Creating Shareholder Value*. The Free Press, second edition.

SEC Inspired Taskforce, (2001), *Strengthening Financial Markets: Do Investors Have the Information They Need?*, May.

Tabaksblat, M., (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van een goede corporate governance en best practice bepalingen. CONCEPT: een uitnodiging voor commentaar*.

Vergauwen, P.G.M.C. en S.N. Vandemaele, (2001), Accounting in de 'Nieuwe Economie': Op zoek naar een relevantere berichtgeving, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg.75, nr.4, april, pp. 124-133.

Vergoossen, R.G.A., (1994), *Accounting changes and the use of financial statements; a study among investment analysts*, Naarden.

Vis, J., (1995), *De rol van de accountant bij de waardering van ondernemingen*, Delwel Uitgeverij, 's-Gravenhage.

Waardenburg, J., (1997), *Controle & audit in de toekomst. Horen, zien en... van accountant naar assurance provider*, ECO Digital Publishing.

Witteloostuijn, A. van, (2002), *Après nous le déluge. De economie van de egocentrische hebzucht*, Preadvies van de Koninklijke Vereniging van Staathuishoudkunde.

Noten

- 1 De vermogenskostenvoet kan daarbij zowel positief als negatief worden beïnvloed.
- 2 In oktober 1999 is op verzoek van de Securities and Exchange Commission een werkgroep gevormd bestaande uit wetenschappers, adviseurs en CEO's van een aantal toonaangevende multinationals om antwoord te geven op de vragen: 1) Geeft de huidige informatievoorziening van bedrijven investeerders die informatie die zij nodig achten om de waarde van een onderneming te bepalen? 2) Indien noodzakelijk, wat zouden overheid, brancheorganisaties en ondernemingsleiding moeten doen om de informatievoorziening te verbeteren? Eén van de conclusies luidde dat investeerders primair geïnteresseerd zijn in informatie die hen helpt een inschatting te maken van toekomstige resultaten en kasstromen.
- 3 Bij beursgenoteerde ondernemingen is, uitgaande van een efficiënte vermogensmarkt, de beurskoers van de aandelen de best mogelijke objectieve schatting van de economische waarde van de onderneming. Een efficiënte vermogensmarkt is een belangrijk axioma van het *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (Grinblatt en Titman, 1998). Bij een efficiënte vermogensmarkt wordt alle informatie direct en onvertekend in de koers verwerkt. Voor de bepaling van de waarde van een niet-beursgenoteerde onderneming wordt in het artikel van Hoogendoorn (1999) de deskundigheid van een onafhankelijke derde in het leven geroepen, de zogenaamde 'registered valuator'.
- 4 Consensus over een eenduidige definitie van de *nieuwe economie* is nog niet voorhanden. Echter, over de volgende karakterisering bestaat weinig twijfel: 1) snelle technologische vooruitgang die grote onzekerheid met zich meebrengt; 2) fundamentele verandering in economische activa; 3) herdefiniëring van het concept onderneming; 4) nieuwe relaties tussen economische agenten (Lank, 1997).
- 5 Corporate governance gaat over besturen en beheersen, over verantwoordelijkheid en zeggenschap en over verantwoording en toezicht (Peters, 1996).
- 6 Uit onderzoek van de Werkgroep Aandelenwaardering is gebleken dat de betrokkenheid van de accountant bij de waarderingsvraagstukken groot is. De Werkgroep Aandelenwaardering heeft in 1995 onder auspiciën van de Commissie Bedrijfseconomie van het NIVRA een enquête gehouden onder 1652 registeraccountants, allen geregistreerd bij het NIVRA, werkzaam in het openbaar beroep en tevens venoot van een maatschap. Uit de enquêteresultaten blijkt dat 78% van de openbare accountants minimaal drie keer per jaar bij een commercieel waarderingsvraagstuk betrokken is.