

# Het nut van informatie over bedrijfsovernames voor beleggers

Dennis Jullens en Erik Roelofsen

**SAMENVATTING** De regels voor de verwerking van fusies en overnames en de daarbij behorende toelichting (IFRS 3) zijn inmiddels al weer langere tijd van toepassing. De regels zijn complex en de kosten die ondernemingen moeten maken om aan deze regels te voldoen zijn vaak aanzienlijk, vooral omdat vergaande kennis van waarderingmethoden nodig is. Of het gerechtvaardigd is om ondernemingen met deze kosten op te zadelen, is een niet-aflatend punt van discussie. De International Accounting Standards Board vraagt zichzelf inmiddels ook publiekelijk af of de regels hun doel niet voorbij zijn geschoten.

**RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK** Fusies en overnames zijn vaak complexe en risicovolle transacties die ingrijpen op de toekomst van de onderneming. De informatie in de jaarrekening zou aandeelhouders in staat moeten stellen om de economische en strategische rationale van deze transacties te begrijpen. Dit is ook van belang in het kader van de verantwoording die het bestuur moet afleggen over het gevoerde beleid. Dit artikel geeft aanknopingspunten om deze informatievoorziening te verbeteren.

## 1 Inleiding

Bedrijfsovernames zijn transacties waarin de rapporterende onderneming zeggenschap verkrijgt over een andere onderneming. In het algemeen betekent het verkrijgen van deze zeggenschap dat de nieuw verkregen onderneming zal moeten worden geconsolideerd. Dat levert een boekhoudkundig probleem op. Bij de meeste transacties staat één ding vast: de overnameprijs. Als dit een betaling in contanten is, staat daarmee ook één kant van de journalpost vast: het crediteren van de bank. Omdat we consolideren moeten we echter ook vaststellen welke onderliggende afzonderlijke activa en passiva tegen welke waarde op de geconsolideerde balans moeten worden opgenomen. Dit proces wordt een *purchase price allocation* genoemd. Veel van deze posten zijn echter tot op zekere hoogte arbitrair. Dat geldt in hoge mate voor immateriële activa, maar het geldt nog meer voor de posten die naar aard helemaal niet te vatten zijn binnen de gebruikelijke kaders voor verslaggeving, zoals

toekomstige synergieën. Het totaal van deze laatste posten boeken we onder IFRS 3 als één post goodwill waarop we niet afschrijven maar minimaal één keer per jaar een impairmenttest doen. Met de post goodwill wordt de journalpost in evenwicht gebracht. Omdat diffuus is wat die post precies voorstelt, blijft het – bij gebrek aan beter – een wat schrale oplossing.

De verwerking van fusies en overnames, wringt dus binnen de normale kaders van verslaggeving. Het proces is complex en kent veel arbitraire elementen. Bij het schrijven van IFRS 3 is de International Accounting Standards Board (IASB) op goede gronden tot de huidige oplossing gekomen. Hoe deze oplossing in de praktijk zou uitwerken stond echter niet vast. Nu wij inmiddels meer dan tien jaar verder zijn, valt daar echter wel het een en ander over te zeggen. Wij bespreken in dit artikel een aantal invalshoeken. De eerste invalshoek is die van de IASB zelf. Die is op basis van een “post-implementation review” van IFRS 3 tot een aantal observaties gekomen over het nut en de noodzaak van IFRS 3. Deze observaties vormen aanleiding tot een discussie over noodzakelijke veranderingen in de regelgeving. De tweede invalshoek wordt gevormd door de wetenschappelijke literatuur die op basis van empirische onderzoeken tot bepaalde conclusies over verslaggeving over fusies en overnames komt. De laatste invalshoek vormt de waarde die door analisten en beleggers aan de toelichting over fusies en overnames wordt toegekend, maar vooral ook de waarde die zij toekennen aan informatie die op dit moment slechts vrijwillig wordt gegeven. Wij vullen deze invalshoek aan met een analyse van de mate waarin AEX-ondernemingen in de financiële jaarverslagen 2015 aan deze informatiebehoefte voldoen.

In dit artikel geven we eerst een overzicht van de huidige stand van zaken in deze discussie en beschouwen we de bestaande literatuur. Vervolgens presenteren we de uitkomsten van een door ons uitgevoerd onderzoek onder analisten naar de bruikbaarheid van de informatie in de jaarrekening over fusies en overnames. Ten slotte rapporteren we een inventarisatie van de informatie in de toelichting die AEX-fondsen geven. We concluderen dat de jaarrekening meer informatie zou moeten geven die een beoordeling van de economische en strategische rationale van transacties mogelijk maakt.

## 2 De post-implementation review van de IASB

Vanwege de zorgvuldigheid die van de IASB mag worden verwacht, eavlueert zij enkele jaren na de introductie van een nieuwe standaard wat de uitwerking van de voorgeschreven standaard in de praktijk is geweest. Dit wordt een “post implementation review” genoemd. Bij de analyse van het effect van de standaard wordt vooral aandacht besteed aan belangrijke of controversiële onderwerpen die bij het ontwikkelen van de standaard naar voren kwamen. Ook let men op onverwachte kosten of problemen met de implementatie van de standaard.

Het doel van de post implementation review IFRS 3 was specifiek om vast te stellen of:

- IFRS 3 informatie verschaft die nuttig is voor gebruikers van financiële verslaggeving;
- er onderwerpen zijn binnen IFRS 3 die leiden tot problemen met implementatie en als gevolg daarvan een belemmering vormen voor de consistente toepassing van de standaard; en
- er onverwachte kosten zijn ontstaan door het prepareren, controleren en toezien op naleving van de standaard of door het gebruiken van de informatie van de standaard.

Op basis van de door de IASB verkregen reacties van de diverse betrokken partijen werden in het voorjaar van 2015 de volgende groepen van onderwerpen geïdentificeerd voor nader onderzoek door de IASB:

- ineffectiviteit en complexiteit van de impairmenttest van goodwill;
- voordelen van uitsluitend een impairmenttest boven een combinatie van een impairmenttest met systematische afschrijving;
- het identificeren en waarderen van afzonderlijke immateriële activa;
- uitdagingen in het toepassen van de definitie van een onderneming.

De eerste drie onderwerpen zijn duidelijk gerelateerd. Beslissingen over de de behandeling van goodwill en het identificeren en waarderen van separate immateriële activa zijn bijna niet apart te beschouwen. Zo zou bijvoorbeeld de beslissing om immateriële activa in de toekomst niet langer separaat op te nemen maar te beschouwen als deel van goodwill consequenties kunnen hebben voor de keuze tussen uitsluitend impairmenttests en combinaties van impairmenttests en afschrijving.

Vervolgonderzoek van de IASB heeft geleid tot drie meer concrete onderzoeksstappen die in een *discussion paper* zijn verwerkt. Het discussion paper was ten tijde van het schrijven van dit artikel nog niet gepubliceerd. De hoofdlijnen van de thema's in het discussion paper waren echter wel bekend. Dat zijn:

- Het vereenvoudigen van het proces van een impairmenttest.
- De boekhoudkundige verwerking van goodwill. Het

belangrijkste doel is om in kaart te brengen hoe de kosten van de verslaggeving over goodwill kunnen worden gereduceerd. Deze kostenverlaging zou echter niet moeten leiden tot minder informatie over goodwill. Dit deelproject omvat mogelijke verbeteringen van een ‘alleen impairment’-model maar tevens zal worden gekeken naar een hybride model voor de boekhoudkundige verwerking van goodwill dat impairmenttests combineert met afschrijvingen.

- Identificeren en waarderen van immateriële activa. De vraag is of bepaalde immateriële activa (zoals klantrelaties of immateriële activa met een onbeperkte levensduur) in goodwill zouden moeten worden opgenomen. Daarnaast is de vraag of aanvullende richtlijnen zouden moeten worden gegeven over de verschillende immateriële activa alsmede de relevante waarderingmethode. Momenteel wordt het waarderen van unieke immateriële activa die niet regelmatig worden verhandeld als een probleem gezien.

Deze onderwerpen zullen ongetwijfeld leiden tot veel discussie bij ondernemingen, accountants en gebruikers van de financiële verslaggeving.

## 3 Wetenschappelijke literatuur

De vraag of goodwill een asset is en of het activeren van goodwill nuttige informatie aan gebruikers van de jaarrekening verstrekt, heeft de gemoederen onder onderzoekers lang bezig gehouden. Al in 1993 concludeerden Jennings et al. dat de hoogte van de goodwill positief is geassocieerd met aandeelhouderswaarde. Choi et al. (2000) nuanceren deze bevinding enigszins door aan te tonen dat aandeelhouders goodwill gemiddeld genomen minder waardevol vinden dan andere activa. Niettemin onderschrijven beide bevindingen het nut om goodwill te activeren. Ook is er steun te vinden in de literatuur voor het nut van een purchase price allocation. Henning et al. (2000) laten zien dat in het tijdperk vóór de regels rondom purchase price allocations, beleggers zelf poogden om verschillende componenten van goodwill te onderscheiden en daar een waarde aan te verbinden. Aangezien dit op basis van de beperkte informatie in de toelichting een lastige opgave was, lijkt het gerechtvaardigd om toelichtingsvereisten te stellen die de belegger daarbij ondersteunen. Met de introductie van IFRS 3 zijn deze toelichtingsvereisten er gekomen.

De vereisten van IFRS 3 en IAS 36 bleken in een studie uit 2013 over het jaar 2005 echter slecht te worden nageleefd (Glaum et al., 2013). Ondanks de harmonisatie van de regels door IFRS, bleken er nog belangrijke verschillen te bestaan tussen landen in de naleving van IFRS 3. De onderzoekers schrijven dit toe aan verschillen in de handhaving door toezichthouders en de omvang van de aandelenmarkt in de landen. Van de zeventien onderzochte landen, kwam Nederland op een tiende plaats voor wat betreft de naleving van de toelich-

tingsvereisten, boven Italië en net achter Frankrijk. Behalve het land bleken in deze studie ook de relatieve omvang van transacties en de auditor een rol te spelen. Over grotere transacties werd meer uitgebreid gerapporteerd en ondernemingen met een big four auditor, bleken de toelichtingsvereisten strikter na te leven.

Behalve institutionele verschillen, is een mogelijke reden voor het verschil in naleving van de toelichtingsvereisten opportunisme van het management. Shalev (2009) laat zien dat ondernemingen die voor hun business combinations meer uitgebreide toelichting geven, vervolgens in de toekomst ook beter presteren. Omgekeerd lijkt het dus zo te zijn dat ondernemingen die zelf twijfels hebben over een overname, daarover minder toelichten. Dat is consistent met een andere bevinding in dezelfde studie: naarmate een groter deel van de koopsom als goodwill wordt verantwoord, lichten ondernemingen minder toe over de transactie. In een tweede studie (Shalev, 2013) vindt hij meer concreet bewijs van opportunisme in purchase price allocations. Hierin vindt hij dat CEOs waarvan hun bonus afhangt van winstcijfers, geneigd zijn om een groter deel van de koopprijs aan goodwill toe te wijzen. Omdat op goodwill niet wordt afgeschreven, heeft dat een positief effect op hun toekomstige bonus.

De mate van toelichting over overnames bevat in zichzelf dus ook voorspellende waarde voor het succes ervan, los van de inhoud. Toch is er maar beperkt bewijs dat beleggers hier ook iets mee doen. Shalev (2009) vindt geen kortetermijneffect op koersen van verschillen in de mate van toelichting over business combinations. Pas langzaam worden beleggers zich bewust van informatie die zij al hadden kunnen weten op basis van de bereidheid van de onderneming om toelichting te geven over de overname.

Er zijn diverse onderzoeken naar het nut van de regels om niet af te schrijven op goodwill, maar een jaarlijkse impairmenttest uit te voeren. Li en Sloan (2015) concluderen op basis van een onderzoek onder Amerikaanse ondernemingen dat de introductie van de regels waarin goodwill niet langer wordt afgeschreven een slechte ontwikkeling was. Zij laten zien dat als gevolg van deze regels de bedragen aan goodwill op de balans zijn opgeblazen en dat impairments niet tijdig worden genomen. Hayn en Hughes (2006) concluderen dat er gemiddeld een vertraging van drie tot vijf jaar is tussen de "economische impairment" en het moment dat de impairment in de jaarrekening wordt gerapporteerd. Kennelijk hopen managers lang (tegen beter weten in) dat het geluk met hen zal zijn en de toekomstige ontwikkelingen een positieve verrassing zullen opleveren. Oorspronkelijk waren de regels rondom impairmenttesting juist bedoeld om opportunistisch gedrag door managers tegen te gaan. Halverwege de jaren negentig werd door wetenschappers geconstateerd dat "write-offs" vaak werden gebruikt voor "big bath accounting"

(Elliott & Hanna, 1996; Francis et al., 1996; Rees et al., 1996). Dit wil zeggen dat ondernemingen die slecht nieuws hadden, dit slechte nieuws verder deflateerden door eenmalige afschrijvingen. Door dit overmatige pessimisme in het jaar van het slechte nieuws, konden zij hun toekomstige winsten flatteren. De eerste regels rondom impairmenttests (SFAS 121), waren een reactie op deze bevindingen. Deze regels zouden ondernemingen moeten weerhouden van het manipuleren van hun winst door middel van eenmalige afschrijvingen. Dit bleef zonder succes. Vervolgonderzoek heeft aangetoond dat de kwaliteit van de winst na deze regels juist lager werd (Riedl, 2004). Managers lijken de strikte regels te gebruiken als excuus om pas een impairment te nemen op het moment dat het hen uitkomt. Zij zoeken als het ware in de regels een excuus om hun eigenbelang te dienen. Ook na latere aanpassingen in de regels voor goodwill impairmenttesting, blijkt dat ondernemingen nog steeds opportunistisch omgaan met de timing van goodwill impairments en de presentatie ervan in de winst-en-verliesrekening (Beatty & Weber, 2006; Ramanna, 2008).

Aan de bevinding dat er een lange vertraging is in het rapporteren van impairments worden soms verkeerde conclusies verbonden. In de praktijk beargumenteren velen op basis van de geconstateerde traagheid dat tegen de tijd dat de impairment wordt gerapporteerd, deze al lang en breed is verwacht en in de aandelenkoers verwerkt. Het rapporteren van de impairment zou dan geen enkel nieuws meer bevatten. Dat blijkt echter niet het geval. Li et al. (2011) vinden dat er wel degelijk wordt gereageerd door zowel analisten als beleggers op de aankondiging van een impairment. Ook Li en Sloan (2015) laten zien dat beleggers onvoldoende onderkennen dat managers traag zijn in het rapporteren van impairments, waardoor koersen lang geflatteerd blijven. Pas als het management de impairment rapporteert, zien beleggers de volle impact. De conclusie moet dus zijn dat impairmenttests nuttige informatie aan beleggers geven, maar dat het discutabel blijft of deze informatie in de praktijk beter is dan de informatie die met systematisch afschrijven wordt verkregen.

#### **4 Informatiebehoefte van analisten**

De in de vorige paragraaf beschreven empirische studies geven een indicatie van het nut van informatie in de toelichting over fusies en overnames. In dit artikel gaan wij specifiek in op het nut van de purchase price allocation, wat een van de drie thema's is die door de IASB zijn geïdentificeerd. Zoals beschreven blijken beleggers in afwezigheid van een purchase price allocation, zelf een poging te wagen om de goodwill in componenten te splitsen. Er is echter maar weinig bewijs dat de door IFRS vereiste toelichting systematisch door beleggers worden gebruikt.

**Tabel 1** Relatief nut van verplichte toelichting

Toelichting	Gemiddeld aantal punten (uit 100)	Mediaan
Overnamesom	20	20
Redenen voor de overname	16	15
Een beschrijving van factoren die bijdragen aan het ontstaan van goodwill, zoals synergieën	15	10
Componenten van de overnamesom (b.v. cash, aandelen)	14	10
Het bedrag dat is opgenomen voor ieder van de hoofdcategorieën activa en passiva	11	10
Het bedrag aan goodwill dat naar verwachting fiscaal aftrekbaar is	7	10
Percentage verkregen stemrecht	7	5
Overnamedatum	5	5
Een beschrijving van hoe zeggenschap is verkregen	5	5

Om meer inzicht te krijgen in het nut van informatie in de toelichting over fusies en overnames voor beleggers, hebben wij een onderzoek gedaan onder negentien aandelenanalisten. Dit betrof een internationale groep van sell-side analisten. Daarbij hebben wij ons niet beperkt tot de verplichte toelichting, maar hebben wij ook onverplichte toelichting in het onderzoek betrokken. Immers, het is mogelijk dat beleggers weliswaar behoefte hebben aan informatie over de overname, maar dat de verplichte toelichting niet bevat wat zij zoeken.

De verplichte toelichting hebben wij opgedeeld in informatie in de toelichting die voor elke overname relevant kan zijn en informatie in de toelichting die alleen relevant kan zijn als van een bepaalde omstandigheid sprake is. Denk bijvoorbeeld aan het betalen van een voorwaardelijke koopsom (earn-out). Wij hebben de informatie in de toelichting iets meer geaggregeerd dan in IFRS 3 om een en ander overzichtelijk te houden. Wij hebben niet gevraagd naar toelichtingsinformatie die geen rechtstreekse betrekking heeft op de overname zelf, zoals pro-forma cijfers of segmentinformatie. Voor de onverplicht te geven toelichting hebben wij (arbitrair) een lijst samengesteld van toelichtingsinformatie die op het eerste gezicht in hoge mate relevant lijkt. Voor deze toelichting hebben wij naar het nut gevraagd. Om vast te stellen welke andere mogelijke toelichting wij hebben gemist, hebben wij de respondenten eerst een open vraag gesteld welke informatie in de toelichting zij relevant vinden in het kader van een fusie of overname. Boven de reeds door ons geïdentificeerde informatie, werd hierbij vooral gevraagd naar historische (stand alone) financiële overzichten en informatie over de financiering van de transactie. Wij hebben deze additionele informatie verder niet in onze analyse meegenomen.

Om een indruk te krijgen van het relatieve nut van verplichte toelichting, hebben we respondenten gevraagd om 100 punten te verdelen over elk van de verplichte categorieën van toelichting. Tabel 1 geeft het gemiddelde aantal punten weer dat respondenten aan elk item toekenden. Tevens geeft de tabel de mediaan weer.

Een eerste observatie bij deze tabel is dat er grote verschillen zijn in het nut van elk van de categorieën informatie in de toelichting. Alhoewel dit niet verrassend is, leidt het wel tot twijfels aan de onderzoeken die de kwaliteit van de informatie in de toelichting meten aan de hand van een checklist waarbij elk item een punt oplevert. Ook onderzoeken die concluderen dat x% van de ondernemingen niet voldoet aan de toelichtingsvereisten zouden meer nuance moeten aanbrengen. Het maakt immers duidelijk nogal wat uit welk item achterwege is gebleven.

Verder is opvallend in de tabel dat de purchase price allocation zelf (“het bedrag dat is opgenomen voor ieder van de hoofdcategorieën activa en passiva”) pas op een vijfde plaats komt. Informatie over (de samenstelling van) de overnamesom, de redenen van de overname en de redenen waarom goodwill ontstaat wordt belangrijker gevonden. In vergelijking met het volgende item (“het bedrag aan goodwill dat naar verwachting fiscaal aftrekbaar is”) is de afstand vrij klein, de mediaan is zelfs gelijk. Deze observatie is markant omdat de purchase price allocation voor ondernemingen doorgaans de meest kostbare toelichting is om voor te bereiden. De hoge kosten van deze toelichting worden echter op het eerste gezicht niet in een relatief hoog nut gereflecteerd.

In een volgende vraag hebben wij analisten verzocht om aan te geven hoe belangrijk zij informatie in de toelichting vinden die slechts in bepaalde situaties van toepassing is. Hierbij vroegen we hen niet om punten te verdelen, maar vroegen we hen om een onbeperkt aantal punten toe te kennen, gegeven het feit dat zij aan de verplichte toelichting gezamenlijk een gewicht van 100 hadden toegekend en aannemende dat de desbetreffende situatie van toepassing is. Een score van 100 punten betekent dus dat informatie net zo nuttig wordt gevonden als het geheel van alle verplichte toelichting in tabel 1. Tabel 2 geeft het gemiddelde en de mediaan van de punten die analisten aan ieder van deze toelichtingen toekenden.

Allereerst valt bij deze tabel op dat de verschillen tussen het gemiddelde en de mediaan groot zijn. Dit betekent dat een klein aantal analisten zeer veel waarde aan deze toelichting toekent in verhouding tot de overige respondenten. De mediaan voor deze toelichtingen ligt echter in dezelfde orde van grootte als de in tabel 1 genoemde toelichtingen. Zo wordt informatie over een voorwaardelijke koopsom (earn-out) bijvoor-

beeld van even groot nut gevonden als informatie over het deel van de goodwill dat fiscaal aftrekbaar is. Een interpretatie van deze resultaten kan zijn dat analisten het nuttig vinden om toelichtingen te ontvangen over bijzondere omstandigheden, maar dat het steeds vooral een kleine groep van analisten is die hier veel mee doet.

In tabel 3 wordt op vergelijkbare wijze weergegeven wat het nut is dat aandelenanalisten toekennen aan vrijwillige toelichtingen over fusies en overnames. Ook hier is het ijkpunt dat het totale nut van de in tabel 1 gegeven toelichtingen 100 bedraagt.

Omdat het gemiddelde in deze tabel sterk wordt beïnvloed door extreem hoge antwoorden, richten wij ons weer op de mediaan. Het valt direct op dat het nut dat analisten aan deze informatie in de toelichting toekennen erg hoog is, ondanks het feit dat de toelichting momenteel niet verplicht is. Kwantitatieve informatie over synergieën blijkt zelfs even hoog te scoren als informatie over de overnameprijs. Ook een kwalitatieve beschrijving ervan en informatie over de aan synergieën verbonden risico's scoren hoger dan de verplichte toelichting over de purchase price allocation. Uit tabel 3 blijkt verder dat analisten een hoog nut toekennen aan informatie die relevant is voor de hoogte en onzekerheid van de toekomstige kasstromen die aan de overname zijn gerelateerd. Informatie over de disconteringsvoet en het risico op goodwill impairments vinden zij minder belangrijk.

De resultaten bieden een interessant perspectief op de toelichtingsvereisten van IFRS 3. Men zou kunnen zeggen dat de verplichte toelichtingen in IFRS 3 vooral helderheid geven over de mechanische verwerking van een overname in de jaarrekening. Daarbij doen zich een aantal praktische problemen voor, zoals de vraag hoe men komt tot boekwaarden van te consolideren activa en passiva. Ook kan er sprake zijn van een aantal bijzondere omstandigheden die van invloed zijn op de boekhoudkundige verwerking en daarom nadere toelichting behoeven.

Bij deze verwerking moeten noodzakelijkerwijs arbitraire keuzes worden gemaakt. De verplichte toelichtingen zijn er vooral op gericht om verantwoording af te leggen over deze arbitraire keuzes en de wijze van verwerking van de overname in de jaarrekening. Uit de antwoorden van de aandelenanalisten blijkt echter dat dit slechts een deel van de informatiebehoefte afdekt. Gebruikers van jaarrekeningen zijn niet slechts geïnteresseerd in de jaarnaalpost die is gemaakt, maar ook in een verantwoording over de overnamebeslissing en de daaruit voortvloeiende gevolgen voor de waarde van de onderneming. Buiten de jaarrekening wordt mogelijk meer informatie gegeven over de motieven voor een overname en de jaarrekening is niet een plek voor subjectieve beschouwingen over de toekomst. Echter, het

**Tabel 2 Nut van toelichtingen over bijzondere omstandigheden**

Toelichting	Gemiddeld aantal punten	Mediaan
Informatie over een voorwaardelijke koopsom (earn-out)	27	10
Een beschrijving van niet uit de balans blijvende verplichtingen van de overgenomen onderneming	27	10
Informatie over door de verkoper gegeven vrijwaringen	22	10
Informatie over relaties tussen de overnemende en overgenomen onderneming die reeds vóór de overname bestonden	22	10
Informatie die betrekking heeft op het in stappen verkrijgen van een onderneming	21	10
Informatie over de kredietkwaliteit van de vorderingen van de overgenomen onderneming	17	5

**Tabel 3 Nut van vrijwillige toelichtingen**

Toelichting	Gemiddeld aantal punten	Mediaan
Kwantitatieve informatie over synergieën	41	20
Kwantitatieve informatie over de veronderstelde groeivoet(en) bij het bepalen van de overnameprijs	26	15
Een beschrijving van de belangrijkste risico's rondom het bereiken van synergieën	24	15
Een kwalitatieve beschrijving van de aard van de synergieën	23	15
Kwantitatieve informatie over de disconteringsvoet die is gehanteerd bij het bepalen van de overnameprijs	21	5
Een gevoeligheidsanalyse betreffende de kans op toekomstige goodwill impairments als gevolg van de overname	14	7

objectief weergeven van de belangrijkste aannames die zijn gedaan bij het totstandkomen van de overnamebeslissing, is voor aandeelhouders en analisten van groot nut. Vergelijkbare toelichting wordt wel gegeven bij een impairmenttest. Onder IFRS 3 kan dit soort toelichting achterwege blijven, terwijl men juist hier een "nulmeting" zou verwachten.

## 5 Het jaar 2015

Over het jaar 2015 rapporteren elf van de vijftientig AEX-ondernemingen dat zij geen (materiële) acquisities hebben gedaan. Zij rapporteren derhalve verder niets. Aegon rapporteert summier over een aantal kleine acquisities die naar omvang duidelijk niet materieel zijn. De overige 13 AEX-ondernemingen geven meer uitgebreide toelichtingen over de acquisities in 2015.

Voor elk van deze ondernemingen zijn in tabel 4 de in 2015 verkregen goodwill als percentage van de totale immateriële activa en de in 2015 verkregen goodwill als

**Tabel 4** Goodwill als percentage van totaal verkregen immateriële activa

AEX-fonds	Goodwill als percentage van totale verkregen immateriële activa	Goodwill als percentage van de overnamesom
Unibail	100%	5%
Ahold	77%	116%
KPN	71%	84%
Philips*	66%	50%
DSM	64%	27%
Gemalto**	61%	76%
Randstad	57%	60%
Unilever	51%	50%
RELX	47%	55%
Aalberts	47%	47%
Altice	44%	875%
Heineken	36%	44%
Wolters Kluwer	31%	36%
<i>Gemiddelde</i>	58%	117%
<i>Mediaan</i>	57%	50%

\*- Bij Philips zijn in de overnamesom tevens de aflossing van schulden en afkoop van persoonsopties meegenomen.  
 \*\*- In de cijfers van Gemalto zijn tevens aanpassingen aan de purchase price allocation van 2014 meegenomen.

percentage van de overnamesom weergegeven. Het eerste getal geeft de mate aan waarin immateriële activa door de overgenomen onderneming als identificeerbaar zijn beschouwd. Dat is afhankelijk van de bedrijfstak en de kenmerken van het specifieke bedrijf dat wordt overgenomen. Gemiddeld blijkt minder dan de helft van de immateriële activa afzonderlijk op de balans te worden opgenomen. Het tweede getal geeft een indicatie in welke mate de betaalde overnamesom steunt op “customer service capability”, toekomstige groei en synergieën. Onder customer service capability valt het feit dat huidige niet op de balans opgenomen klantrelaties in de toekomst zullen blijven kopen bij de onderneming en het feit dat een deel van de bestaande klantenportefeuille op natuurlijke wijze wordt vervangen door nieuwe klanten. Groei en synergieën vormen een andere veel voorkomende component van goodwill. Hoeveel goodwill wordt opgenomen kan verder ook worden beïnvloed door opportunisme van het management. De verdeling heeft namelijk gevolgen voor de nettowinst, maar ook voor het risico om in de toekomst een impairmentverlies te moeten verantwoorden. Op basis van de beschrijvende statistieken is niet te beoordelen in hoeverre dit het geval is.

Van de dertien ondernemingen die rapporteren over fusies en overnames is bij vijf ondernemingen het totaal van de betaalde overnamesommen in 2015 minder dan 5% van het groepsvermogen aan het einde van het jaar. Bij onze beoordeling van de informatie in de toelichting hebben wij deze ondernemingen verder buiten beschouwing gelaten, omdat de overnames waarschijnlijk niet materieel zijn. Voor de overige acht ondernemingen hebben wij beoordeeld in hoeverre de verplichte toelichting is gegeven. Daarbij hebben we eveneens de toelichting van pro-forma informatie (of de toelichting dat het niet praktisch is deze te geven) beoordeeld. Ook hebben wij beoordeeld in hoeverre de ondernemingen de vrijwillige toelichting geven waarvan wij eerder in dit artikel hebben vastgesteld dat deze nuttig wordt gevonden door analisten. Hierbij hebben wij uitsluitend de toelichting op overnames in de jaarrekening beoordeeld. Het is mogelijk dat een deel van deze informatie in het directieverslag of elders wordt gegeven. Daarnaast hebben wij uitsluitend de toelichting over overnames in 2015 beoordeeld en niet de toelichting die wordt gegeven over het finaliseren van de verslaggeving over eerdere transacties. De resultaten zijn weergegeven in tabel 5.

De tabel laat zien dat de verplichte toelichting niet volledig wordt nageleefd. Dat is uiteraard het meest bezwaarlijk op die gebieden waar beleggers juist veel waarde aan de toelichting toekennen. Dat geldt vooral voor de redenen van een overname. Vaak wordt hierover slechts heel summier iets gezegd. Sommige ondernemingen schrijven helemaal niets over de redenen van overnames. In het geval van RELX wordt dat ook niet vereist door IFRS 3. De onderneming heeft meerdere overnames gedaan die kennelijk individueel immaterieel zijn en geaggregeerd worden gerapporteerd. Niettemin is het dan ook wel zeer mager om helemaal niets te schrijven. Op zijn minst kan worden vermeld hoe de reeks aan overnames past in een bredere overname- en groeistrategie.

Een andere waardevolle toelichting die soms achterwege blijft is een uiteenzetting van de redenen waardoor goodwill ontstaat. Enkele ondernemingen geven deze toelichting in het geheel niet. Nagenoeg alle onderneming blijven bij deze toelichting heel oppervlakkig met een vage verwijzing naar toekomstige klanten en synergieën.

Bij onze beoordeling van de toelichting over de bijzondere omstandigheden rondom een overname vallen een paar zaken op. Voor een aantal ondernemingen is zichtbaar dat sprake is van een voorwaardelijke koop (earn-out). In alle gevallen werd echter verzuimd om toe te lichten onder welke voorwaarden de koop betaalbaarder wordt. Alleen Aalberts vermeldt summier dat deze afhankelijk is van het resultaat over 2015.

**Tabel 5 Naleving verplichte toelichting**

	Aalberts	Altice	Gemalto	Heineken	Philips	RELX	Unilever	Wolters Kluwer
Overnamesom	ja	ja	ja	ja	ja	ja (in totaal)	ja	ja
Redenen voor de overname	ja	summier	summier	nee	summier	nvt	*	nee
Factoren die bijdragen aan goodwill	ja	nee	ja	ja	ja	ja	nee	ja
Componenten van de overnamesom	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Het bedrag voor hoofdcategorieën activa en passiva	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Het bedrag aan goodwill dat fiscaal aftrekbaar is	ja	nee	ja	ja	ja	nee	nee	nee
Percentage verkregen stemrecht	ja	ja	ja	ja	ja	n.v.t.	ja	ja
Overnamedatum	Ja	ja	ja	ja	ja	n.v.t.	ja	ja
Een beschrijving van hoe de zeggenschap is verkregen	Ja	ja	ja	ja	ja	n.v.t.	ja	Ja

\*- middels een verwijzing naar het strategische report

Een andere bijzondere omstandigheid, die echter bijna altijd van toepassing is, betreft de toelichting van de kredietwaardigheid van vorderingen. IFRS 3 vereist toelichting van de reële waarde, het bruto contractuele bedrag en de beste inschatting van naar verwachting oninbare bedragen. Deze toelichting moet per categorie vordering worden gegeven. In het beste geval wordt echter slecht de reële waarde en de boekwaarde van vorderingen (als geheel) genoemd. De vraag is hoe belangrijk deze toelichting is. In ons onderzoek hechten analisten er niet veel waarde aan. De reële waarde van de vorderingen is voor hen waarschijnlijk het meest relevant. Bovendien wordt elders in de jaarrekening al vergelijkbare informatie gegeven voor alle vorderingen in de geconsolideerde jaarrekening.

Over de onverplichte toelichtingen waaraan analisten in ons onderzoek een groot nut toekenden, kunnen we alleen maar somber zijn. Met uitzondering van hier en daar een summier kwalitatieve beschrijving van synergieën, kwamen wij deze informatie in geen enkele jaarrekening tegen. Wat ons betreft reduceert dit de toelichting in de jaarrekening tot een vaktechnische beschouwing van hoe overnames in de jaarrekening zijn verwerkt. Een economisch perspectief op de overnames die door een onderneming zijn gedaan, is op basis van de toelichtingen nauwelijks te vormen.

## 6 Conclusie

De IASB heeft na haar post implementation review van IFRS 3 de discussie rondom de verslaggeving over fusies en overnames weer nieuw leven ingeblazen. Het in dit artikel gepresenteerde onderzoek laat zien dat dit een wenselijke discussie is. Bij het beoordelen van de informatie in de toelichting over fusies en overnames

door AEX-ondernemingen, viel ons op dat de verschillen in de toelichting slechts klein zijn. Steeds be kroop ons echter de vraag: wat kunnen we nu met deze toelichting? De toelichting is vooral gericht op een uiteenzetting van de boekhoudkundige verwerking. Veel gebruikers van jaarrekeningen willen zich echter ook een beeld kunnen vormen van de strategische en economische rationale van overnames. Dat betekent dat bijvoorbeeld de voor de prijsbepaling gehanteerde groeiverwachtingen en disconteringsvoet zeer nuttige informatie kunnen zijn. Het is vreemd dat binnen een jaar na een overname de onderneming deze informatie in het kader van de impairmenttest wel moet geven, maar dat er op het moment van de overname geen “nulmeting” wordt vereist. Meer algemeen denken wij dat de focus van de toelichting over fusies en overnames meer dan nu zou moeten liggen op relevante informatie over de strategische en economische rationale van een transactie. ■

Drs. J.F. Jullens is sinds 2013 lecturer aan de Rotterdam School of Management, Erasmus University. Daarvoor was hij 20 jaar beleggingsanalist, waarvan de laatste 12 jaar bij UBS als European Head of Valuation & Accounting Research.

Prof. dr. E.M. Roelofsen RA is hoogleraar International Financial Reporting and Capital Market Communication aan de Rotterdam School of Management, Erasmus University en consultant to the firm bij PwC.

## Literatuur

- Beatty, A., & Weber, J. (2006). Accounting discretion in fair value estimates: An examination of SFAS 142 goodwill impairments. *Journal of Accounting Research*, 44: 257-288.
- Choi, W., Kwon, S., & Lobo, G. (2000). Market valuation of intangible assets. *Journal of Business Research*, 49: 35-45.
- Elliot, J., & Hanna, D. (1996). Repeated accounting write-offs and the information content of earnings. *Journal of Accounting Research*, 34: 135-155.
- Francis, J., Hanna, D., & Vincent, L. (1996). Causes and effects of discretionary asset write-offs. *Journal of Accounting Research*, 34: 117-134.
- Glaum M., Schmidt, P., Street, D., & Vogel, S. (2013). Compliance with IFRS 3- and IAS 36-required disclosures across 17 European countries: company- and country-level determinants. *Accounting and Business Research*, 43: 163-204.
- Hayn, C., & Hughes, P. (2006). Leading indicators of goodwill impairments. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 21: 223-265.
- Henning, S., Lewis, B., & Shaw, W. (2000). Valuation of the components of purchased goodwill. *Journal of Accounting Research*, 38(2): 375-386.
- Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R., & Duvall, L. (1993). The relation between accounting goodwill numbers and equity values. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23: 513-533.
- Li, K., & Sloan, R. (2015). Has goodwill accounting gone bad? *Working paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1466271> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1466271>.
- Li, Z., Shroff, P., Venkataraman, R., & Zhang, I. (2011). Causes and consequences of goodwill impairment losses. *Review of Accounting Studies*, 16: 745-778.
- Ramanna, K. (2008). The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 45: 253-281.
- Rees, L., Gill, S., & Gore, R. (1996). An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals. *Journal of Accounting Research*, 34: 157-169.
- Riedl, E. (2004). An examination of long-lived asset impairments. *The Accounting Review*, 79: 823-852.
- Shalev, R. (2009). The information content of business combination disclosure level. *The Accounting Review*, 84: 239-270.
- Shalev, R., Zhang, I.X., & Zhang, Y. (2013). CEO Compensation and Fair Value Accounting: Evidence from Purchase Price Allocation. *Journal of Accounting Research*, 51: 819-854.