

Het belang van **eerlijke** communicatie van **beursvennootschappen**

Tijdige, informatieve, eerlijke en betrouwbare communicatie door een beursvennootschap is voor institutionele beleggers van existentieel belang om invulling te geven aan hun verschillende taken, waaronder betrokken aandeelhouderschap. Hierbij is niet alleen een rol weggelegd voor het bestuur van de vennootschap, maar ook voor diens interne auditfunctie en de externe accountant.

V

oor een institutionele belegger is het om verschillende redenen belangrijk dat een beursvennootschap tijdig, inhoudsvol en op een eerlijke wijze communiceert over haar financiële positie, prestaties, voornaamste risico's en de verwachte ontwikkelingen

op korte, middellange en lange termijn.

Een institutionele belegger kan alleen op basis van voldoende informatie van en over de vennootschap op een zorgvuldige wijze een beleggingsbeslissing nemen. Een institutionele belegger zal zich een samenhangend oordeel willen vormen over het verdienmodel, het waardescheppend vermogen op de lange termijn, het beslag op de verschillende soorten kapitaal en het risicoprofiel van de vennootschap. Het bestuursverslag en de jaarrekening zijn hiervoor belangrijke documenten, maar ook tussentijdse (financiële) berichten, het duurzaamheidsverslag en het remuneratierapport van de beursvennootschap.

Verder is de door de vennootschap verschaft informatie voor een institutionele belegger van belang om op geïnformeerde wijze in de aandeelhoudersvergadering een stem te kunnen uitbrengen op verschillende agendapunten. Voorbeelden van deze agendapunten zijn de vaststelling van de jaarrekening, de vaststelling van de dividenduitkering en de decharge van het bestuur en van de raad van commissarissen.

Ten slotte is de informatie van en over de vennootschap voor een institutionele belegger van belang om invulling te geven aan zijn beleid omtrent verantwoord beleggen. Randvoorwaarde hiervoor is dat de vennootschappen waarin zij (wensen te) beleggen adequate informatie openbaren over hun beleid op het terrein van governance en duurzaamheid. Op basis van deze informatie kunnen de institutionele beleggers desgewenst ook de dialoog met de vennootschappen aangaan.

Het gaat de institutionele belegger zowel om het 'terugkijken' – via de cijfers in de jaarrekening – als om de verwachte toekomstige ontwikkelingen en risico's, zoals die worden beschreven in het bestuursverslag en dan met name in de strategieparagraaf, de risicoparagraaf en de corporate governance- en duurzaamheidsinformatie. Belangrijk hierbij is dat een institutionele belegger voldoende 'comfort' heeft dat de door de vennootschap verschaft informatie ook betrouwbaar is.

Het belang van een informatieve risicoparagraaf

Zoals hiervoor uiteengezet, is het voor de adequate taakvervulling van een institutionele belegger – die van nature een langetermijnhorizon heeft – van belang dat hij niet alleen adequaat inzicht heeft in de financiële positie en resultaten van de vennootschap, maar ook in de bestendigheid daarvan. Een institutionele belegger zal in dat kader bovenmatige



belangstelling hebben voor het verdienmodel, de strategieparagraaf, corporate governance- en duurzaamheidsinformatie en de risicoparagraaf. Institutionele beleggers vinden het belangrijk dat de vennootschap in die laatste paragraaf realistisch en transparant rapporteert over de voornaamste risico's die zij loopt op korte, middellange en lange termijn. In dat kader verwachten institutionele beleggers dat de vennootschap:¹

- 1) zich beperkt tot het verschaffen van informatie over de voornaamste risico's en onzekerheden;
- 2) een beschrijving op hoofdlijnen geeft van de bereidheid om risico's en onzekerheden al dan niet te tolereren (de zogenoemde risicobereidheid of risk appetite);

De informatiewaarde van de risicoparagraaf zou voor institutionele beleggers verder kunnen toenemen als vennootschappen – in lijn met het voorgestelde vereiste uit de door de Europese Commissie voorgestelde Prospectusverordening – 1) de vijf meest materiële risico's speciaal benoemen en 2) de voornaamste risico's in drie categorieën rangschikken (hoog, medium en laag risico), gebaseerd op de waarschijnlijkheid dat het risico zich voordoet en de verwachte negatieve impact.^{2,3,4}

Een aantal beursvennootschappen is – omdat het volgens hen de concurrentiepositie van de vennootschap zou kunnen schaden – nog steeds terughoudend met het benoemen

Beleggers hechten eraan dat beursvennootschappen die geen IAF hebben dit regelmatig heroverwegen

- 3) inzicht geeft in de maatregelen die zijn getroffen om risico's te mitigeren en onzekerheden te adresseren;
- 4) de impact vermeldt die wordt verwacht wanneer onvoorziene omstandigheden ten aanzien van de beschreven voornaamste risico's en onzekerheden zich zouden voordoen (zo mogelijk via gevoeligheidsanalyses);
- 5) de effecten beschrijft van de risico's en onzekerheden die zich hebben voorgedaan;
- 6) de eventuele aanpassingen in het systeem van risicomanagement vermeldt.

van de 'toprisico's' waarvoor de vennootschap zich gesteld ziet. In een aantal gevallen worden wel meer dan zeventig risico's genoemd. De risicoparagraaf laat zich dan meer lezen als een eindeloze hoeveelheid 'disclaimers' dan dat hij de belegger reëel inzicht biedt in de toekomstbestendigheid van het verdienmodel en van de strategie van de vennootschap. Dat is een gemiste kans. Transparantie over de belangrijkste risico's en in hoeverre deze worden gemitigeerd zou door een beursvennootschap niet moeten worden gezien als een bedreiging, maar juist als een middel om een getrouw beeld

over de continuïteit, de vooruitzichten en de voorspelbaarheid naar beleggers neer te zetten. Een transparante risico-paragraaf kan op die wijze de marktwaarde van de vennootschap juist verhogen.

Voldoende mate van zekerheid

Het verschaffen van informatie over het verdienmodel, de strategie, de governance, de duurzaamheid en de risico's is een noodzakelijke, maar niet voldoende voorwaarde om de belangstelling en het vertrouwen van beleggers in de vennootschappen te wekken. Daarvoor is het ook van belang dat er voldoende waarborgen zijn dat de verschafte informatie betrouwbaar is. Momenteel is dat via een aantal instrumenten geborgd.

Waarborg 1

Het bestuur dient in zijn verslag ten aanzien van de financiële verslaggevingsrisico's te verklaren dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat en dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt. Dit inclusief een duidelijke onderbouwing.⁵ De toegevoegde waarde van deze in-controlverklaring voor de belegger is in de praktijk beperkt, aangezien deze verklaring alleen ziet op de financiële verslaggevingsrisico's en zij wordt ingeperkt door de woorden 'een redelijke mate van zekerheid'

en 'naar behoren hebben gewerkt'. Zo kon het gebeuren dat besturen van de beursvennootschappen Neways, DPA Group, Royal Delft Group, Pharming en Esperite in hun bestuursverslag over boekjaar 2015 verklaarden dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren hadden gewerkt, terwijl de accountant in zijn controleverklaring tegelijkertijd meldt dat de interne risicobeheersingsmaatregelen niet het hele jaar effectief zijn geweest en er hierdoor additionele, gedetailleerde controlewerkzaamheden moesten worden verricht.⁶ Mogelijk wordt de in-controlverklaring van het bestuur in de toekomst voor beleggers (enigszins) relevanter. De Monitoring Commissie heeft namelijk voorgesteld om de reikwijdte van deze verklaring te verbreden naar alle soorten risico's en om van bestuurders te verlangen dat zij deze verklaring op al deze onderdelen onderbouwen.⁷ Deze verbreding sluit, volgens de Monitoring Commissie, aan bij de verhoogde aandacht die bestuurders dienen te hebben voor de niet-financiële aspecten van het ondernemen. Risico's die voortvloeien uit niet-financiële aspecten, zoals de invloed van het gevoerde beleid op milieu, kunnen ook financiële consequenties hebben.⁸ Als het voorstel van de Monitoring Commissie definitief in de herziene

code wordt opgenomen, zou dit kunnen leiden tot een meer betekenisvolle bestuursverklaring over de werking en de effectiviteit van de interne risicobeheersingsmaatregelen.

Waarborg 2

Een tweede waarborg vormt de interne auditfunctie. De interne auditfunctie wordt geacht op een objectieve wijze de implementatie en de effectiviteit van de interne risicobeheersings- en controlesystemen te beoordelen.⁹ Bij die

de externe accountant een 'actieve onderzoeksverplichting' heeft om materiële onjuistheden in het bestuursverslag te signaleren en om daarover te rapporteren in de controleverklaring.¹⁴ Het gaat, volgens de minister, dan bijvoorbeeld om informatie over risico's en corporate governance, waaronder de in-controlverklaring van het bestuur. Ook dit draagt bij aan een verdere borging van het vertrouwen van beleggers dat de vennootschap gerapporteerde informatie ook juist is. <<

Een transparante risicoparagraaf kan de marktwaarde van de vennootschap juist verhogen

vennootschappen die over een interne auditfunctie beschikken, strekt de reikwijdte van de werkzaamheden zich in de regel uit tot de financiële, operationele, IT en compliance controls, het interne risicomanagement, de governance, het interne 'risicobewustzijn' en speciale onderzoeken. Dit zijn ook – zoals hiervoor aangegeven – voor beleggers belangrijke gebieden. Uit onderzoek blijkt echter dat 41% van de Nederlandse beursvennootschappen met een notering aan Euronext Amsterdam nog niet over een interne auditfunctie beschikt.¹⁰ Het is wel de verwachting dat dit aantal de komende jaren zal toenemen. Een verbreding van de reikwijdte van de in-controlverklaring en de verplichting om dit te onderbouwen, zoals voorgesteld door de Monitoring Commissie, kunnen namelijk bijna niet zonder een interne auditfunctie. Een dergelijke verwachting wordt gesteund door het gegeven dat de hiervoor genoemde vijf beursvennootschappen in 2015 niet over een interne auditfunctie beschikten. Mede door het ontbreken van een interne auditfunctie stegen de controlekosten bij deze vennootschappen met gemiddeld 30%, ondanks dat bij twee van deze vennootschappen de accountant werd gewisseld. Meestal gaat de roulatie van een accountantskantoor namelijk gepaard met een daling van de controlekosten.¹¹ Deze, waarschijnlijk structurele stijging van de accountantskosten kan mogelijk worden voorkomen door de installatie van een interne auditfunctie. Beleggers hechten eraan dat beursvennootschappen die nog geen interne auditfunctie hebben, dit regelmatig heroverwegen.¹²

Waarborg 3

De externe accountant is de derde waarborg. De accountant dient vanaf boekjaar 2016 niet alleen onderzoek te doen naar de juistheid van de jaarrekening, maar hij zal ook moeten onderzoeken of er, in het licht van de tijdens de controle verkregen kennis en begrip omtrent de onderneming en haar omgeving, materiële onjuistheden in het bestuursverslag zitten. Dit oordeel moet in de controleverklaring worden opgenomen, onder opgave van de aard van die eventuele materiële onjuistheden.¹³ De minister van Veiligheid en Justitie heeft tijdens de parlementaire behandeling van deze uitbreiding van de reikwijdte van de accountantscontrole verklaard dat

Noten

1. Conform de in 2014 aangepaste richtlijn 400 Jaarverslag van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ). Hoewel de richtlijnen van de RJ geen status van wet hebben, worden zij wel beschouwd als verslaggevingsnormen die in het maatschappelijk verkeer als algemeen aanvaardbaar worden beschouwd en aldus door de vennootschappen dienen te worden nageleefd. Zie ook *HR* 10 februari 2006, *NJ* 2006, 241 (*SOBI/KPN*).
2. Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten (COM(2015) 583 final/2015/0268(COD)), gepubliceerd op 30 november 2015.
3. Ontwerpart. 7 lid 6 onderdeel c van de voorgestelde Prospectusverordening.
4. Ontwerpart. 16 van de voorgestelde Prospectusverordening.
5. Best practice bepaling III.1.5 van de Nederlandse Corporate Governance Code.
6. Eumedion, Evaluatie van het AVA-seizoen 2016 (<http://bit.ly/29fSS1t>).
7. Ontwerpbeepaling 1.4.2 voor de herziene Corporate Governance Code.
8. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Voorstel voor herziening; een uitnodiging voor commentaar, 2016, p. 15.
9. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Voorstel voor herziening; een uitnodiging voor commentaar, 2016, p. 12.
10. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Rapport Monitoring Boekjaar 2014.
11. *Het Financieele Dagblad*, 'Beursfondsen veel goedkoper uit na wissel accountant', 20 april 2016.
12. Zie onder andere de Eumedion Speerpuntenbrief 2015 (<http://bit.ly/1s45ZUH>).
13. Art. 2:393 lid 3 jo lid 5 BW.
14. Kamerstukken II 2014/15, 34 176, nr. 6, p. 7-8.

Rients Abma is directeur van Eumedion, het corporate governance- en duurzaamheidsplatform voor institutionele beleggers en – onder meer – lid van de raad van advies van het Instituut van Internal Auditors Nederland.
