

Afeworky, M. (2017)

**COPY PROHIBITED**

**Erasmus University Rotterdam**

**Erasmus school of Economics**

**Bachelorscriptie Economie & Bedrijfseconomie**

**Sectie Accounting**



---

**Naam: M. Afeworky, 401876**

**Begeleider: Dhr. M. van Dongen**

**Onderwerp: Informatieverstrekking over risico's in het bestuursverslag**

**Datum: 31-07-2017**

---

**ABSTRACT**

In deze scriptie wordt inzicht gegeven in de informatieverstrekking over risico's in het bestuursverslag. Tegenwoordig heerst er onvrede bij investeerders over de mate van informatieverstrekking over risico's. In deze scriptie wordt onderzocht of de risicotoelichtingen in het bestuursverslag invloed hebben op beslissingen van de investeerders. Daarnaast wordt onderzocht hoe de kloof tussen de investeerders en het bestuur van de onderneming verkleind kan worden. Na onderzoek van bestaande literatuur blijkt dat het bestuursverslag invloed heeft op de beslissingen van de investeerders. Het empirische onderzoek ondersteunt dit niet helemaal. Het empirische onderzoek geeft de relatie tussen de aandelenkoersen en jaarrapporten weer. In dit empirische onderzoek is er geen direct verband te zien tussen de twee variabelen. Dit komt mede door externe factoren zoals het Volkswagen schandaal van 2015.

**Keywords: Risicotoelichting, Bestuursverslag, Risico, Principaal-Agenttheorie, Concurrentiepositie**

## **Inhoudsopgave**

<b>HOOFDSTUK 1</b>	<b>-</b>	<b>INLEIDING</b>	<b>3</b>
		1.1 Aanleiding.....	3
		1.2 Onderzoeksvraag.....	4
		1.3 Academische relevantie.....	5
		1.4 Methodologie.....	5
		1.5 Opzet van de scriptie.....	5
<b>HOOFDSTUK 2</b>	<b>-</b>	<b>THEORETISCH RAAMWERK</b>	<b>6</b>
		2.1 Het principaal-agenttheorie.....	6
		2.2 Proprietary Cost Theory.....	7
		2.3 Legitimiteitstheorie.....	8
		2.4 Het Bestuursverslag.....	9
		2.5 Europese wet- en regelgeving.....	16
		2.6 De rol van de accountant.....	17
		2.7 Samenvatting.....	18
<b>HOOFDSTUK 3</b>	<b>-</b>	<b>DEELVRAGEN</b>	<b>20</b>
		3.1 Deelvraag 1.....	20
		3.2 Deelvraag 2.....	27
		3.3 Deelvraag.3.....	34
<b>HOOFDSTUK 4</b>	<b>-</b>	<b>EMPIRISCH ONDERZOEK</b>	<b>39</b>
		4.1 Inleiding.....	39
		4.2 Relevantie.....	39
		4.3 Data & Methodologie.....	40
		4.4 Resultaten.....	41
<b>HOOFDSTUK 5</b>	<b>-</b>	<b>CONCLUSIE</b>	<b>43</b>
<b>HOOFDSTUK 6</b>	<b>-</b>	<b>BEPERKINGEN &amp; AANBEVELINGEN</b>	<b>46</b>
<b>HOOFDSTUK 7</b>	<b>-</b>	<b>REFERENTIES</b>	<b>47</b>
<b>HOOFDSTUK 8</b>	<b>-</b>	<b>BIJLAGEN</b>	<b>52</b>

## **Hoofdstuk 1: Inleiding**

### **1.1 - Aanleiding**

Over de afgelopen jaren is de vraag naar risico toelichtingen in het bestuursverslag gestegen. Uit een recente brief van de Vereniging van Effectenbezitters is gebleken dat investeerders op het moment ontevreden zijn over de hoeveelheid informatie die verstrekt wordt in het bestuursverslag van de jaarrapporten (Vereniging van Effectenbezitters, 2017). Men is niet geheel te spreken over de kwaliteit van de non-financiële factoren die aanwezig zijn in de ondernemingen. De rol van de accountant in deze kwestie is van groot belang. De accountant heeft een controlerende taak en dient na te gaan of het bestuursverslag, in het licht van de tijdens het onderzoek van de jaarrekening verkregen kennis en begrip omtrent de rechtspersoon en zijn omgeving materiële onjuistheden of onvolledigheden bevat (Vereniging van Effectenbezitters, 2017). Volgens de Vereniging van Effectenbezitters hoort de accountant een bepaalde mate van inzicht te bezitten over de betreffende sector waarin de onderneming opereert en in het business model van de onderneming. Al met al wordt een meer actieve rol van de accountant verwacht bij de controle van het bestuursverslag.

Het doel van het bestuursverslag is alle informatie die niet in de financiële jaarrekeningen te vinden is te vermelden. In de meeste gevallen is dit non-financiële informatie die belangrijk zijn voor de investeerders. Het is daarnaast belangrijk het vertrouwen van de investeerder te behouden. De afgelopen jaren hebben grote schandalen plaatsgevonden die het vertrouwen van de investeerders hebben beschadigd. Hierbij valt bijvoorbeeld te denken aan het Enron-Schandaal, het emissieschandaal van Volkswagen en allerlei andere productschandalen waarbij de reputatie van de ondernemingen significante schade hebben geleden. Bij dit soort schandalen is nooit gebleken of het bestuur van de onderneming te weinig informatie over de risico's heeft vermeld in het bestuursverslag, of de investeerder simpelweg de gevaren voor de onderneming heeft onderschat. Wat in deze kwestie op te merken valt is dat over de afgelopen jaren een trade-off is ontstaan tussen twee partijen. Namelijk tussen de investeerders en het bestuur van de onderneming. Een vergelijkbare trade-off wordt opgemerkt bij de 'Agency Theory'.

De toelichting van risico in het bestuursverslag heeft impact op de transparantie van de onderneming. Ondernemingen gebruiken verschillende toelichtingsstrategieën om de aandacht van de investeerders aan te trekken en ze geïnteresseerd te houden in hun belangen binnen de onderneming (Archel, Husillos, Larrinaga & Spence, 2009). Echter hebben niet alle vormen van toelichting dezelfde impact. De juiste strategie van risico toelichting is om op een zo effectief, duidelijk en simpele wijze de risico's te vermelden in het bestuursverslag. Het doel hierbij is om de

Afeworky, M. (2017)

investeerders van zodanige informatie te verschaffen dat deze voor hen bruikbaar en waardevol is (Jankensgard, Alviniussen & Oxelheim, 2016).

Het voornaamste probleem van het fenomeen 'risico' is dat dit moeilijk in te schatten is voor de onderneming. Voor de investeerder is dit van groot belang omdat deze, door middel van een risico toelichting, wil kunnen inschatten wat de potentiële gevaren en kansen zijn voor het bedrijf en hieruit zijn portfolio investeringsbeslissingen kan maken. Op basis hiervan creëert de investeerder zijn winst. Voor de onderneming zelf heerst een ander dilemma. Naast het feit dat risico's lastig in te schatten zijn moet de onderneming rekening houden met de concurrentiepositie. Het verschaffen van informatie in de toelichtingen is zichtbaar voor iedereen. Dit houdt in dat de concurrenten hier ook toegang tot hebben.

Uit een onderzoek van vijftig jaarverslagen in 2013 bleek dat de informatieverstrekking over risico's binnen het bestuursverslag, tien jaar na de invoering van deze wet, nog steeds ruimte biedt voor verbeteringen (Groot, 2016). Volgens artikel 2:391 lid 1 van het Burgerlijk Wetboek zijn ondernemingen, die gehouden zijn aan de Nederlandse corporate-governancecode, sinds 2005 verplicht de voornaamste ondernemingsrisico's en onzekerheden uit te zetten in het jaarverslag (Groot, 2016). Gezien de ontevredenheid van de investeerders en de relevantie van het bestuursverslag geeft dit reden te onderzoeken waar nog ruimte is voor verbeteringen binnen het bestuursverslag. De rol van de investeerders speelt een belangrijke rol binnen deze kwestie.

Het doel van dit onderzoek is na te gaan hoe de informatieverstrekking over risico's binnen het bestuursverslag op dit moment er aan toe gaat en hoe dit eventueel verbeterd kan worden. Daarnaast zal gekeken worden naar de mate van risicotoelichting van de vijf grootste automerken uit Duitsland. Het is bekend dat de autoindustrie vele risico's kent en om deze reden een gevoelig gebied is voor investeerders. Een juiste verstrekking van informatie over risico's is daarom belangrijk. Wie weet had dit het emissieschandaal van Volkswagen kunnen voorkomen.

## 1.2 Onderzoeksvraag

De onderzoeksvraag in deze scriptie is: **'Wat is de invloed van de informatieverstrekking over risico's in het bestuursverslag op de beslissingen van de investeerders?'** Deze vraag wordt onderzocht door middel van een literatuuronderzoek aangevuld met een empirisch onderzoek. In het empirisch onderzoek wordt bekeken of de resultaten aan elkaar gerelateerd zijn of dat er een relatie bestaat tussen de twee soorten onderzoeken. Om een antwoord te kunnen geven op de onderzoeksvraag wordt een aantal deelvragen behandeld. Deze luiden als volgt:

- Heeft de hoeveelheid informatie over risico in het bestuursverslag invloed op de beslissingen van de investeerders?
- Wat is de invloed van het bestuursverslag op de voorspellingen van de investeerders en wordt dit door de investeerders als waardevol geacht?
- Is er een verschil tussen de verplichte en niet-verplichte opname van risico's in het bestuursverslag en wat voor effect heeft dit op de investeerders?

### **1.3 - Academische relevantie**

Het doel van dit onderzoek is om de al bestaande literatuur aan te vullen en meer duidelijkheid te geven over de onzekerheden binnen dit onderwerp. Zoals in de probleemschets al vermeld is, is de informatieverstrekking over risico's in het bestuursverslag en de risicotoelichtingen een dilemma omdat het een afweging betreft tussen twee partijen, namelijk de investeerders en het bestuur van de onderneming. Om de efficiëntie binnen deze kwestie te verhelfen en eventueel te verbeteren wordt er geprobeerd om meer duidelijkheid te geven over de problemen die gaande zijn in deze situatie.

### **1.4 - Methodologie**

Alle deelvragen worden onderzocht door middel van de al bestaande literatuur. Deze zullen kritisch beoordeeld worden. De informatie wordt veelal verkregen vanuit de al bestaande wetenschappelijke onderzoeken verkregen uit de Web of Science en sEURch Database. Het empirische gedeelte betreft een analyse van de beurskoersen van de afgelopen zes jaar. Deze zijn verkregen via de Bloomberg Database. Deze bachelorscriptie is een mix van een literatuur- en empirisch onderzoek. Het voordeel van deze combinatie is dat er in wezen een test wordt gedaan binnen één sector, namelijk de autoindustrie. De betrouwbare bronnen worden getest en bekeken in hoeverre deze van toepassing zijn voor deze sector.

### **1.5 - Opzet van de scriptie**

Allereerst worden de relevante theorieën behandeld binnen het theoretisch raamwerk. Er wordt gekeken of de beschreven theorieën onderling een relatie hebben. Nadat de theorieën behandeld zijn zal de rol van de accountant behandeld worden op (inter-)nationaal niveau. Het literatuuronderzoek volgt op het theoretisch raamwerk. Het literatuuronderzoek bestaat uit drie deelvragen. Elke deelvraag wordt afgesloten met een deelconclusie waarbij de hypothese wel/niet wordt verworpen. Het empirische onderzoek volgt op het literatuuronderzoek waarna er een algehele conclusie gevormd kan worden uit de twee afzonderlijke onderzoeken. De scriptie wordt afgesloten met de beperkingen en eventuele aanbevelingen

## **Hoofdstuk 2: Theoretisch Raamwerk**

In dit hoofdstuk worden termen behandeld die van toepassing zijn op het onderwerp van dit onderzoek. Verschillende theorieën worden behandeld. De eerste theorie dat behandeld zal worden is de 'Principaal-Agenttheorie'. Daarna worden de 'Proprietary Cost Theory' en de 'Legitimititeitstheorie' behandeld. Zodra de relevante theorieën besproken zijn wordt er overgeschakeld op de term 'bestuursverslag' volgens artikel 2:391 van het Burgerlijk Wetboek. Hierbij worden de Nederlandse voorschriften omtrent het bestuursverslag beschreven worden. Deze sectie wordt afgesloten met informatie over de rol van de accountant binnen dit verhaal en de wet- en regelgeving binnen de Europese Unie. De nadruk wordt in het laatste geval met name gelegd op de wet- en regelgeving in Duitsland.

### **2.1 - Principaal-Agenttheorie (Agency Theory)**

#### **2.1.1 - *Principaal-agenttheorie in het algemeen***

Deze scriptie gaat over de scheiding en relatie tussen het bestuur van de onderneming (opdrachtnemer) en de belanghebbenden bij de onderneming (stakeholders, opdrachtgevers). Tussen deze twee partijen heerst een dilemma over de verdeling van besluitvorming, risico's en uitvoering van functies. Dit dilemma is beschreven in de principaal-agenttheorie.

De principaal-agenttheorie is een term in de economische literatuur die de verhoudingen tussen de stakeholders en de organisatieleiding probeert te beschrijven. Beide partijen hebben eigen doelen en belangen. Het doel van beide partijen is om het eigen nut te maximaliseren. De principaal is in bepaalde gevallen afhankelijk van de agent (Samkin & Deegan, 2012). Het belangrijke aspect bij deze theorie is de mate waarin de principaal acties kan ondernemen om de belangen van beide partijen te convergeren. Dit gaat gepaard met een overdracht van besluitvormingsautoriteit naar de agent (Jensen & Meckling, 1976).

Informatieassymmetrie speelt in dit dilemma een significante rol. Informatie assymmetrie komt voor wanneer een partij meer of relevantere informatie bevat dan de andere partij binnen een transactie of overdracht van informatie. Dit fenomeen wordt 'adverse selection' genoemd. Binnen het principaal-agent relatie heeft de agent meer informatie over de operationele en financiële processen binnen de onderneming (An, Davey en Eggleton, 2011). De principaal is in dit geval de investeerder. Het doel van de investeerder is om eigen nut te maximaliseren. Hierbij is de investeerder afhankelijk van het bestuur van de onderneming. De investeerder heeft deze informatie nodig bij het maken van de beslissingen. De agent kan hierop inspelen. Het bestuur van de onderneming wordt in deze situatie gezien als de agent. Omdat beide partijen andere belangen hebben, kan de agent de situatie

Afeworky, M. (2017)

manipuleren zodat het de eigen belangen kan realiseren. Hier heeft de investeerder geen kijk op. De investeerder kan de acties van het bestuur van de onderneming niet observeren. Tegelijkertijd onderneemt het bestuur van de onderneming acties die invloed hebben op de acties van de investeerder. Er wordt gesproken van een 'moral hazard' situatie. De situatie waarbij er problemen ontstaan doordat de investeerder de acties van het bestuur niet kan observeren, terwijl deze acties een invloed hebben op de belangen van de investeerders.

Adverse selection en moral hazard zijn twee vormen van informatieassymmetrie. De investeerder/principaal kan bepaalde acties ondernemen om deze vormen van informatieassymmetrie tegen te gaan. Één actie gaat gepaard met agency kosten.

### 2.1.2 - *Agency kosten*

Om het principaal-agent probleem tegen te gaan, kan de principaal actie ondernemen. De principaal doet dit om aan meer informatie te komen over de zaken in en rondom de onderneming. Er wordt gezegd dat de principaal zijn besluitvormingsproces dan beter kan uitvoeren en hierdoor betere beslissingen kan maken. Dit gaat gepaard met kosten. Deze kosten worden gemaakt door de principaal en worden gemaakt in het kader van monitoren en verbinden (Jensen & Meckling, 1976). Door te monitoren kan de principaal de agent beter controleren en in de gaten houden. De acties van de agent worden dan beter beschouwd. De kosten in het kader van verbinden legt de nadruk op het convergeren van de belangen van de twee partijen.

## 2.2 - **Proprietary Cost Theory**

Er wordt verwacht dat ondernemingen volledige transparantie vertonen en volledige informatie verstrekt in de jaarverslagen, wanneer er geen externe economische krachten bestaan die de ondernemingen weerhoudt transparant te zijn. Dit gaat gepaard met een hoge kwaliteit van financiële informatie toelichting (Grossman, 1981). Grossman onderzocht dit argument door een koper-verkoper situatie te schetsen waarbij sprake was van informatieassymmetrie. De koper kan betere keuzes maken als de verkoper informatie met de koper deelt waar de koper nog niet van af weet. Deze verstrekking van informatie kost de koper geen geld. Een kwaliteitscontrole van de koper op het product kost de koper ook geen geld. Grossman toont hierbij aan dat het voor de verkoper altijd gunstig is informatie te delen met de koper. Het nut van beide partijen wordt gemaximaliseerd (Grossman, 1981).

Fields et al. (2001) weerleggen dit argument. Zij beweren dat er altijd kosten betrokken zijn. Fields et al. (2001) beweren dat er altijd rekening gehouden moet worden met de proprietary costs wanneer

er wordt gekeken naar het besluitvormingsproces van een bedrijf. Dit is in een eerder stadium behandeld door Verrecchia (1983). Verrecchia hield rekening met de concurrentiepositie van de onderneming. Verrecchia (1983) neemt aan dat er geen kosten zijn bij het verzamelen, verwerken en publiceren van de informatie, maar dat sprake is van een toekomstig verlies vanwege de toelichting van privé-informatie. Deze privé-informatie kan terecht komen bij concurrenten, waardoor de onderneming zijn positie binnen de markt ziet afnemen. Dit heeft tot gevolg dat er een dilemma ontstaat.

Dit dilemma gaat over de mate van informatieverstrekking aan enerzijds de concurrenten en anderzijds de investeerders. De onderneming moet hierbij een trade-off maken. Deze trade-off bestaat uit de afweging tussen enerzijds het behartigen van de eigen belangen, door zo weinig mogelijk gevoelige privé-informatie te verstrekken aan de concurrenten, en anderzijds het behartigen van de belangen van de investeerders door ze de informatie te verstrekken die ze nodig hebben bij het maken van beslissingen.

## **2.3 - Legitimatietheorie**

### *2.3.1 - De legitimatietheorie in het algemeen*

De legitimatietheorie verklaart het gedrag van ondernemingen bij de implementatie en ontwikkeling van vrijwillig sociaal en omgevingsrijke informatietoelichtingen (Suchman, 1995). Deze theorie bekijkt de acties van de onderneming en beoordeelt deze op zijn verlangens, properheid en geschiktheid binnen bepaalde normen en waarden. De positie van de onderneming in de maatschappij is wat centraal staat. Legitimatie is de verstandhouding tussen de maatschappelijke waarden van de onderneming en die van de maatschappij zelf. De legitimatietheorie beschrijft dat een onderneming naar drie criteria moet streven om legitiem te zijn (de Waard, 2008):

- het naleven van wet- en regelgeving;
- economisch handelen;
- het nastreven van legitimiteit.

### *2.3.2 - De legitimatietheorie vanuit het perspectief van de stakeholders*

Organisatorisch legitimatie beschrijft de theorie van de relatie met stakeholders. Deze is gebaseerd op de volgende 4 elementen (Mitchell et al. (1997):

- de onderlinge contractuele relatie;
- de belangen van de stakeholder bij de onderneming;
- de risico's aangegaan door de stakeholders;
- de morele claim.



Afeworky, M. (2017)

De belangen van stakeholders, waaronder investeerders, raken op meerdere vlakken aan de beschreven veronderstellingen binnen de legitimatietheorie. De stakeholders hebben bepaalde belangen bij het bedrijf en leggen het bedrijf druk op. De onderneming moet hierbij de afweging maken tussen ethische en onethische activiteiten om zowel legitiem te blijven als aan de belangen te voldoen van de stakeholders. Naast de trade-off in de verstrekking van informatie aan stakeholders, heeft het bedrijf nog een afweging te maken in het uitvoeren van de activiteiten. Namelijk, of deze naar de ethische waarden van de maatschappij uitgevoerd worden (Suchman, 1995). De stakeholders verwachten hier voornamelijk dat de onderneming zich focust op de belangen van de principaal. Ethiek speelt voor deze partij een minder belangrijke rol.

Waar de stakeholders een stukje legitimiteit verwachten van de onderneming is in de mate van verschaffing van informatie. De verwachtingen van stakeholders zijn onderbouwd op wat de onderneming naar buiten brengt aan informatie. Een tekort aan transparantie over sociale activiteiten en omgevingsactiviteiten heeft een negatief effect op het gedrag van de stakeholders. De stakeholders zijn gebaat bij een overzicht van de sociale en omgevingsactiviteiten en de risico's ervan. Als ze hier geen informatie over hebben kunnen ze de resultaten niet meten en is het voor de stakeholders moeilijk de doelen te behalen. Als gevolg schieten de stakeholders tekort in het maken van beslissingen. Een voorbeeld is het emissieschandaal van het Duitse automerk Volkswagen. Dit heeft negatieve reacties tot gevolg gehad bij de stakeholders van het bedrijf Volkswagen. De legitimatietheorie speelt om deze reden een belangrijke rol in de relatie tussen de organisatieleiding en de stakeholders.

## **2.4 - Het bestuursverslag**

### *2.4.1 - De Nederlandse voorschriften omtrent het bestuursverslag*

Het bestuursverslag is een onderdeel van het jaarverslag waarin informatie is opgenomen die niet benoemd zijn in de jaarrekening of onder andere gegevens (EY Handboek Jaarrekening, 2016). Sinds het jaar 1984 zijn (middel)grote Nederlandse ondernemingen verplicht een bestuursverslag op te stellen om de werkwijze en het gevoerde beleid van de onderneming toe te lichten en aan te duiden (van Oosterbosch, 2016). Het bestuursverslag wordt gebruikt door de gebruikers, de verschaffers en de controleurs van de jaarrekening. Allen hebben bij dit component van het financiële verslag verschillende doelen bij gebruik.

Het bestuursverslag wordt opgesteld door het bestuur van de onderneming en omvat zowel financiële als non-financiële informatie die de toestand van de jaarrekening verklaart en daarmee een 'getrouw beeld' tracht te geven van de ontwikkelingen die in de jaarrekening beschreven zijn

(art. 2:391 lid 1 BW). In het Nederlandse Burgerlijk Wetboek (Titel 9 Boek 2 BW) wordt de term 'bestuursverslag' als volgt omschreven (art. 2:391 BW):

- Het bestuursverslag geeft een getrouw beeld van de toestand op de balansdatum, de ontwikkeling gedurende het boekjaar en de resultaten van de rechtspersoon en van de groepsmaatschappijen waarvan de financiële gegevens in zijn jaarrekening zijn opgenomen. (art. 2:391 lid 1 BW);
- In het bestuursverslag worden mededelingen gedaan omtrent de verwachte gang van zaken. In het bijzonder wordt aandacht besteedt aan de investeringen, de financiering, de personeelsbezetting en aan de omstandigheden waarvan de ontwikkeling van de omzet en van de rentabiliteit afhankelijk is. (art. 2:391 lid 2 BW);
- De doelstellingen en het beleid van de rechtspersoon inzake de afdekking van risico's worden in het bestuursverslag vermeld (art. 2:391 lid 3 BW);
- Het bestuursverslag mag niet in strijd zijn met de jaarrekening (art. 2:391 lid 4 BW).

De Nederlandse wet verplicht vennootschappen van (middel)grote omvang een bestuursverslag op te stellen. Micro-ondernemingen en kleine ondernemingen zijn niet verplicht een bestuursverslag op te stellen. Een vennootschap waarop het groepsregime van toepassing is niet verplicht een bestuursverslag op te stellen (art. 403 Boek 2 BW). Een onderneming wordt geclassificeerd als een micro-onderneming zodra het op twee opeenvolgende balansdata voldoet aan twee van de volgende drie criteria (art. 395a lid 6 Boek 2 BW).

*Criteria 1: De waarde van de activa, bepaald op basis van de verkrijgings- of vervaardigingsprijs, is maximaal €350.000;*

*Criteria 2: De netto-omzet over een boekjaar bedraagt maximaal €700.000;*

*Criteria 3: Het gemiddelde aantal werknemers over het boekjaar bedraagt minder dan tien.*

Voor een kleine onderneming geldt dat geen bestuursverslag opgesteld dient te worden zodra het op twee opeenvolgende balansdata voldoet aan twee van de drie navolgende criteria (art. 396 lid 7 Boek 2 BW).

*Criteria 1: De waarde van de activa, bepaald op basis van de verkrijgings- of vervaardigingsprijs, is maximaal € 6.000.000;*

*Criteria 2: De netto-omzet over een boekjaar bedraagt maximaal €12.000.000;*

*Criteria 3: Het gemiddeld aantal werknemers over een boekjaar bedraagt minder dan 50.*

Zoals vermeld in artikel 2:391 lid 4 van het Burgerlijk Wetboek, mag het bestuursverslag niet in strijd zijn met de gegevens vermeld in de jaarrekening. Het bestuursverslag dient als complementair instrument in het jaarverslag waarbij, waar nodig, bepaalde gegevens uitvoerig worden beschreven. Hierdoor voorziet het bestuursverslag in inzicht in belangrijke zaken binnen de onderneming.

Artikel 2:391 lid 2 van het Burgerlijk Wetboek geeft aan dat het bestuursverslag in het bijzonder aandacht besteedt aan de financiering, investeringen, personeelsbezittingen en aan de omstandigheden waarvan de ontwikkeling van de omzet en van de rentabiliteit afhankelijk van is, voor zover gewichtige belangen hier geen protest op hebben (art. 2:391 lid 2 BW). Het voornaamste doel van het bestuursverslag is om belanghebbenden, de stakeholders van de onderneming, van expliciet kwalitatieve informatie te voorzien. Er wordt binnen het bestuursverslag informatie beschikbaar gesteld waarbij de gang van zaken binnen de onderneming worden weergegeven.

Naast de vereisten waaraan het bestuursverslag hoort te voldoen, voorziet het bestuursverslag van bepaalde informatie waarin wordt toegelicht welke kansen, risico's en onzekerheden de onderneming verwacht mee te maken. Dit is recentelijk in de richtlijnen opgenomen door de Raad van de Jaarverslaggeving (RJ). Belangrijk hierbij is dat de onderneming de gebruikers van de jaarrekening inlicht over (RJ-400):

- de voornaamste risico's en onzekerheden;
- de maatregelen die zijn getroffen om de kansen op risico's te verkleinen en onzekerheden te adresseren;
- de verwachte consequenties behorend bij de risico's
- de effecten van risico's die zich hebben voorgedaan; en
- aanpassingen die zij in haar risicomanagement-systeem heeft gedaan.

Bovenstaande vereisten staan beschreven in RJ-400. Belangrijk hierbij is dat de onderneming niet een gedetailleerd verslag geeft over alle mogelijke risico's en onzekerheden maar puur de belangrijkste risico's en onzekerheden selecteert en weergeeft waarvoor de onderneming zich ziet geplaatst (EY Handboek Jaarrekening, 2016). RJ beschrijft dat bij de weergave en beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden de volgende categorieën van belang zijn:

- Strategie
- Financiële positie
- Wet- en regelgeving
- Operationele activiteiten
- Financiële verslaggeving

Daarnaast dient de onderneming een beschrijving te geven van de zogeheten 'risk appetite'. Dit verklaart de mate en bereidheid van de onderneming om de beschreven risico's en onzekerheden af

te dekken. Dit is een leidraad voor het al dan niet nemen van maatregelen om de risico's en onzekerheden tegen te gaan (EY Handboek Jaarrekening, 2016).

Het vertonen van een getrouw beeld over de zaken en ontwikkelingen op de jaarrekening is een aspect van het bestuursverslag. Verder is besproken dat het bestuursverslag van een beschrijving voorziet van de voornaamste risico's en onzekerheden aangaande de onderneming. Dit wordt in het risicoparagraaf van het bestuursverslag behandeld.

#### 2.4.2 - *De risicoparagraaf*

De risicoparagraaf binnen het bestuursverslag bevat een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden die van toepassing zijn voor de rechtspersoon. Belangrijk zijn de termen 'risico' en 'onzekerheid'. RJ omschrijft de term onzekerheid als *'onzekerheden die ontstaan als gevolg van het geheel of gedeeltelijk ontbreken van informatie over, inzicht in of kennis van een gebeurtenis, de gevolgen daarvan, of de waarschijnlijkheid dat een gebeurtenis zich voordoet'* (RJ 400.110b, 2016). De term 'risico' wordt door RJ beschouwd als de effecten die ontstaan als gevolg van de onzekerheden op het behalen van bepaalde doelstellingen (RJ 400.110b, 2016). Op basis van wet- en regelgeving zijn vennootschappen binnen het bestuursverslag verplicht aandacht te geven aan de zojuist beschreven factoren. Tot 2015 verplichtte de Nederlandse wet de onderneming niet om specifiek een risicoparagraaf op te stellen. Vanaf het boekjaar 2015 waren beursgenoteerde, grote en middelgrote ondernemingen verplicht een risicoparagraaf uitgebreid op te stellen naar behoren van RJ. Dit is in het leven geroepen door RJ zodat dit op een overzichtelijke wijze gepresenteerd kan worden aan de gebruikers van de jaarrekening.

De risicoparagraaf volgens RJ 400.110b bestaat uit drie componenten. Dit zijn:

1. Het risicoprofiel;
2. Een beschrijving van het risicomanagementsysteem; en
3. De in-control verklaring.

##### 1. Het risicoprofiel

Het risicoprofiel bestaat uit een uiteenzetting van de belangrijkste strategische, financiële, operationele en wet- en regelgevingsrisico's die van toepassing zijn voor de onderneming (PWC, 2015). Deze uiteenzetting van de verschillende soorten risico's komt overeen met het COSO Enterprise Risk Management (ERM) raamwerk. Binnen de risicoparagraaf is het risicoprofiel het component dat aansluit op Titel 9 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Het EY Handboek Jaarrekening 2016 beschrijft de uiteengezette risico's als volgt:

**Strategische risico's** zijn risico's met een externe achtergrond die invloed hebben op de langetermijndoelstellingen van de onderneming/rechtspersoon. Deze type risico wordt als een belemmering beschouwd omdat ze een gevaar vormt voor de strategie en businessmodel van de onderneming (EY Handboek Jaarrekening 2015, 2016). Het herkennen van de strategische risico's verloopt vaak via het COSO ERM raamwerk. ERM is een proces, toegepast in de strategie van de onderneming, die ontworpen is om potentiële gebeurtenissen te managen en te controleren (HCCA, 2017). Dit wordt nader toegelicht in de beschrijving van het risicomanagementsysteem.

De **operationele risico's** zijn risico's en onzekerheden die te maken hebben met de (productie)processen van de onderneming en hebben, in tegenstelling tot strategische risico's, meer uitzicht op de kortetermijndoelstellingen van de onderneming. Deze type risico is meer verbonden aan de efficiëntie en effectiviteit van operationele activiteiten van de onderneming (EY Handboek Jaarrekening 2015, 2016).

De **financiële risico's** komen neer op de kwantificering van risico's die een potentiële gevaar vormen voor de onderneming. Dit type risico is te verdelen in risico's voor de financiële positie en risico's die gerelateerd zijn aan de betrouwbaarheid van de interne en externe financiële verslaggeving. De potentiële gevaren voor de financiële positie van de onderneming komen neer op de rente-, koers-, valuta-, liquiditeitsrisico's, en/of andere risico's die de verschaffing van andere financieringsmogelijkheden limiteren (EY Handboek Jaarrekening 2015, 2016). Met de onzekerheden die gepaard gaan met de betrouwbaarheid van de interne en externe financiële verslaggeving wordt de mate van subjectiviteit bij waarderingsvraagstukken getoetst. Hierbij kan gedacht worden aan de fair value methode die bekend staat om haar redelijke mate van subjectiviteit bij de waardering van verschillende soorten activa (EY Handboek Jaarrekening 2015, 2016).

Een voorbeeld van een financiële risico voor de onderneming kan een boete zijn, voortvloeiend uit de operationele activiteiten omdat de onderneming zich niet houdt aan de wet- en regelgeving (PWC, 2015). Uit dit voorbeeld blijkt dat de onderneming rekening moet houden met verschillende aspecten en partijen die met de onderneming te maken hebben (*financiën, operationele activiteiten en wet- & regelgeving*).

De **wet- en regelgevingsrisico's** zijn risico's die ontstaan uit wetten en regels die direct te relateren zijn aan de onderneming. Hierbij kan gedacht worden aan bijvoorbeeld: het niet naleven van wetten (milieuwetgeving), opereren in gebieden met een complexe regelgeving en verandering van belastingwetgeving in bepaalde gebieden (EY Handboek Jaarrekening 2015, 2016).

## 2. Beschrijving van het risicomanagementsysteem

Het volgende component binnen de risicoparagraaf is een beschrijving van het risicomanagementsysteem. In Nederland is deze beschrijving voornamelijk gebaseerd op de toelichtingen van de Commissie Frijns (2005). Deze staat ook wel bekend als de code-Tabaksblad of de Nederlandse Corporate Governance Code. Deze code richt zich op het gedrag van beursgenoteerde ondernemingen met als doel een verbeterde transparantie in het jaarverslag om de raad van commissarissen en de aandeelhouders in bescherming te nemen. In de toelichtingen van deze commissie staat geschreven dat de beschrijving van de te nemen maatregelen van de geïdentificeerde belangrijke risico's voldoende moet zijn (de Groot, 2008). Hierdoor krijgen aandeelhouders een aandeel en ruimte in de discussie in hoeverre risico's zijn genomen en in hoeverre deze worden aangepakt (de Groot, 2008). Deze commissie is sterk in lijn met de principles-based aanpak van RJ, nog sterker in vergelijking met USGAAP dat bekend staat om zijn rules-based aanpak. De Commissie Frijns probeert de bestuurder de ruimte te geven de aandeelhouder een zegje te doen in hoe risico's aangepakt kunnen worden.

In de beschrijving van het risicomanagementsysteem staat beschreven hoe de geïdentificeerde risico's uit het risicoprofiel, worden beheerst. Het risicomanagementsysteem, ook wel bekend als risicobeheersing, wordt gescheiden in de interne risicobeheersingsystemen en de interne risicocontrole systemen. Deze bestaan uit een aantal onderdelen. Onderdeel één bestaat uit een systematische en periodieke inventarisatie van de belangrijkste risico's. Het tweede onderdeel is een inschatting van de potentie dat de geïnventariseerde risico's zich zullen voordoen. Dit wordt aangevuld met de bijbehorende mogelijke consequenties. Het derde onderdeel bestaat uit het ontwikkelen van het beleid dat gericht is op de controle en beheersing van de geïnventariseerde risico's. Het laatste onderdeel beschrijft de werking van het risicomanagementsysteem dat gecontroleerd moet worden (Blij & Mertens, 2008).

## 3. De in-control verklaring

Het derde onderdeel van de risicoparagraaf is de in-control verklaring. Met de in-control verklaring kan de onderneming bewijzen dat zij de controle heeft over de bepaalde risico's en processen (van Grinsven & Toet, 2010). De in-control verklaring bevat een uitspraak van de organisatieleiding waarin de werking en/of opzet van de financiële verslagrisico's wordt beschreven (Deloitte, 2014). Voor de Nederlandse onderneming staan de criteria en regels voor de in-control verklaring beschreven in best practice-bepaling II.1.5 in de Code Tabaksblad. Code II.1.5 beschrijft dat het verslag in voldoende mate inzicht geeft in tekortkomingen in de werking van het risicobeheersings- en controlesystemen.

Afeworky, M. (2017)

Het bestuur hoort, ten aanzien van financiële verslagrisico's, dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven over bepaalde onjuistheden en dat de voorgaande risicobeheersings- en controlesystemen in het afgelopen verslagjaar naar behoren hebben gewerkt (Code Tabaksblat, 2016). Het bestuur dient hierbij een duidelijke onderbouwing te geven.

Zoals gezegd dient de organisatieleiding, in de in-control verklaring, uitspraak te doen over de werking en/of opzet van de verslagrisico's. Hierbij hoort een redelijke mate van zekerheid verantwoord te worden aan de raad van commissarissen en de aandeelhouders. Dit kan nooit met honderd procent vastgesteld worden. Binnen dit component heerst tot op de dag van vandaag een zekere mate van subjectiviteit, omdat het niet mogelijk is om alle risico's tijdig te herkennen en te voorkomen voor de continuïteit van de bedrijfsprocessen (van Grinsven & Toet, 2010).

#### *2.4.3 - De risicoparagraaf & de principaal-agenttheorie*

Er bestaat een relatie tussen de risicoparagraaf en de principaal-agenttheorie. Een juiste verslaggeving over risico's in het risicoparagraaf zorgt ervoor dat de principaal van genoeg informatie wordt voorzien. De principaal hoeft in dit geval weinig/geen agency kosten te maken om de eigen belangen te realiseren. Zoals gezegd is het bestuursverslag een verslag voor de principaal (stakeholders) om hen van informatie te voorzien. De principaal baseert de beslissingen grotendeels op deze informatie. Het is de agent is verboden hier misbruik van te maken. Indien de agent misbruik maakt van zijn/haar macht, is deze wettelijk aansprakelijk voor het niet nakomen van de regels beschreven in artikel 2:9 lid 1 van het Burgerlijk Wetboek (art. 2:9 lid 1 BW).

#### *2.4.4 - De internationale voorschriften omtrent de toelichting van risico's en onzekerheden*

In het voorgaande werd gesproken van een verplichting, geschreven in de Nederlandse wet, van het opstellen van een bestuursverslag voor vennootschappen van (middel)grote omvang. Dit houdt in dat micro- en kleine ondernemingen niet verplicht zijn tot opstellen van een bestuursverslag. Een vennootschap waarop het groepsregime van toepassing is niet verplicht een bestuursverslag op te stellen (art. 403 Boek 2 BW).

Bekeken vanuit internationaal oogpunt, gelden er andere regels en voorschriften. Op internationaal gebied hebben zich omstreeks 2005 een aantal ontwikkelingen voorgedaan met als uitgangspunt: het uniformiseren van de voorschriften die betrekking hebben op de financiële verslaggeving (Grant Thornton, 2015). Tot op heden gelden in verschillende landen verschillende voorschriften, regels en opvattingen die ervoor zorgen dat jaarrekeningen moeilijk te vergelijken zijn. Om deze reden heeft

de International Accounting Standards Board (IASB) in 2005, Europese beursgenoteerde bedrijven verplicht om de geconsolideerde jaarrekening op te stellen volgens de International Financial Reporting Standards, ook bekend als IFRS. Aangezien Nederland onderdeel is van de Europese Unie, zijn Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen verplicht om de geconsolideerde jaarrekening op te stellen volgens de IFRS-standaarden. Niet-beursgenoteerde ondernemingen mogen volgens de Nederlandse wet ook de enkelvoudige jaarrekening opstellen volgens IFRS-standaarden, zo staat geschreven in Titel 9 van het tweede Burgelijke Wetboek (art. 362, lid 8 Boek 2 BW).

Waar de Nederlandse wet de (middel)grote ondernemingen verplicht een bestuursverslag op te stellen, gebeurt dit niet volgens de standaarden van IFRS. Kort gezegd, jaarrekeningen opgesteld volgens IFRS-standaarden bevatten geen bestuursverslag. Dit houdt in dat risico's en onzekerheden op andere wijze worden beschreven.

'IFRS 7 *Financial Instruments: Disclosures*' beschrijft de wijze waarop risico's en onzekerheden worden toegelicht. Het is een opvolging van de oudere standaarden beschreven in IAS-30 en IAS-32 (Tomaszewski, 2006). IFRS 7 voorziet van een toelichting over de relevantie van financiële instrumenten aan de onderneming. Dit hoort aangevuld te worden met de bijbehorende risico's en onzekerheden die ontstaan bij deze financiële instrumenten (IASPlus, 2007). Deze toelichtingen worden in de jaarrekeningen opgenomen in de toelichtingen sectie. In deze sectie worden belangrijke zaken op meer gedetailleerde wijze besproken.

## **2.5 - Europese wet- en regelgeving omtrent het bestuursverslag**

### *2.5.1 - Algemene Europese wet- en regelgeving*

Apart van de IFRS-standaarden wat betreft de uniformisering van de internationale accountingstandaarden komen de Nederlandse voorschriften, over het bestuursverslag en de financiële jaarrekening zoals vermeld in Titel 9 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, grotendeels overeen met de EU Richtlijn Jaarrekening en eerdere EEG Richtlijnen. Met name de Vierde EEG-richtlijn omtrent de enkelvoudige jaarrekening en de Zevende EEG-richtlijn omtrent de geconsolideerde jaarrekening zijn, vanwege het harmoniseren van de financiële verslaggeving binnen de Europese Unie (EU), belangrijke factoren in de internationale verslaggeving (Beckman, 2004).

### *2.5.2 - Duitsland*

*Deze scriptie bevat een empirisch onderzoek over de informatieverstrekking van vijf Duitse automerken. Om deze reden is deze informatie in het theoretisch raamwerk toegevoegd.*



Er wordt wel gesteld dat de Europese wet- en regelgeving omtrent het bestuursverslag steeds meer een Duits karakter begint te krijgen. Een nieuwe wijziging van de EU-jaarrekeningrichtlijn stelt dat EU-lidstaten vrij zijn in de bepaling of non-financiële informatie in het bestuursverslag wordt gecontroleerd door een extern accountantskantoor (KPMG, 2016). Vergeleken met het Nederlands systeem hanteert Duitsland een meer dwingend rechtssysteem wat betreft de controle van de jaarrekening. Er moet eerst in de wet gekeken worden voordat de jaarrekening opgesteld en gecontroleerd wordt.

In Duitsland zijn alle vennootschappen, kredietinstellingen, verzekeringsmaatschappijen en pensioensfondsen verplicht een jaarrekening op te stellen en openbaar te maken. Grote en middelgrote ondernemingen zijn volgens par. 327 van het Handelsgesetzbuch (HGB, = Wetboek van Koophandel) verplicht op te stellen, een (Banque Nationale, 2015):

- Balans;
- Winst- en Verliesrekening;
- Bijlage.
- Bestuursverslag;
- Accountantsverklaring;

Zoals gezegd geldt in Duitsland een meer gedwongen rechtssysteem dan in Nederland. Par. 289 lid 1 zin 4 van het HGB stelt vast dat de onderneming een beschrijving geeft van de risico's aangaande de onderneming. Lid 2 van dit artikel bepaalt alle soorten risico's die gerapporteerd dienen te worden. Dit is een verschil ten opzichte van het Nederlandse systeem, waarin niet specifiek vermeld staat over welke soorten risico's er verslag dient te worden gemaakt (Wolters, 2011).

## **2.6 - De rol van de accountant**

De accountant heeft een belangrijke rol bij het controleren van het jaarverslag. Het jaarverslag is onderdeel van de jaarrekening en de accountant geeft een oordeel over de jaarrekening met een redelijke mate van zekerheid. De accountant geeft ook een conclusie met een beperkte mate van zekerheid (KNBA, 2016). Bij de controleopdracht controleert de accountant of de jaarrekening naar behoren is opgesteld en het juiste beeld schetst van de financiële situatie. De jaarrekening hoort een getrouwe weergave te tonen van het vermogen en resultaat van de onderneming. De jaarrekening moet er zodanig uitzien dat geen materiële afwijkingen te vinden is. Het doel van de controleopdracht is dat de accountant met een redelijke mate van zekerheid kan vaststellen dat de jaarrekening materieel op juiste wijze is opgesteld en een zekere mate van garantie biedt aan de gebruikers van de jaarrekening, zoals aandeelhouders, banken en leveranciers (KNBA, 2016).

Zoals gezegd, voeren de accountants ook controles uit op het bestuursverslag. Het bestuursverslag is een onderdeel van de jaarrekening. Tot het jaar 2016 onderzocht de accountant of de jaarrekening een getrouwe weergave geeft van de realiteit en of het bestuursverslag hierin overeenstemmend is gebaseerd op Titel 9 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Vanaf het jaar 2016 is de accountant ook verplicht aan te geven of het bestuursverslag materiële onjuistheden bevat. De accountant is verplicht een actievere rol aan te nemen bij het controleren van het bestuursverslag (KNBA, 2016). De meer actieve rol van de accountant bij de controle is te wijten aan de onvrede van verschillende belanghebbende partijen van de onderneming (Vereniging van Effectenbezitters, 2017). Als de accountant materiële onjuistheden ontdekt bij de controle, is hij/zij verplicht dit te melden bij het ondernemingsbestuur en hierover te rapporteren in de controleverklaring (KNBA, 2016).

Kortom, de accountant gaat, naast het nagaan of het bestuursverslag alle wettelijke verplichte elementen bevat, ook toetsen op de informatie die hij/zij is tegenkomen bij de controle van het bestuursverslag. Hierbij speelt de subjectiviteit van de accountant een rol (KNBA, 2016).

Internationaal gezien verschilt bovenstaande bevindingen. Eerder vermeld is dat het Duitse accounting karakter accounting meer gebaseerd is op het rechtssysteem. Er wordt uitgegaan van een meer rules-based principe. Dit houdt in dat zoveel mogelijk regels opgesteld worden om gedrag te beïnvloeden (Kolman, 2014). Dit staat in contrast met het subjectieve karakter van de Nederlandse accountant waar de accountant meer rekening houdt met relevante en ethische principes. De Nederlandse accountant gaat in vergelijking met de Duitse accountant meer uit van een principle-based karakter.

## **2.7 - Samenvatting**

In het theoretisch raamwerk is ingegaan op onderwerpen die relevant zijn voor de beantwoording van de deelvragen en hoofdvraag. Zo is gebleken dat de drie beschreven theorieën (resp. principaal-agenttheorie, proprietary cost theory & legitimiteitstheorie) invloed hebben op de manier van informatieverstrekking en dit gerelateerd is aan het bestuursverslag. Met name de relatie tussen de principaal-agenttheorie en de risicoparagraaf van het bestuursverslag toont aan dat een meer efficiënte vorm van toelichting over risico's gepaard gaat met een daling van de agency kosten.

In dit theoretisch raamwerk is tevens ingegaan op verschillen tussen nationale (Nederlandse) wet- en regelgeving en internationale wet- en regelgeving. De introducering van IFRS door IASB heeft als gevolg dat sinds 2005 langzaam op uniforme verslaggeving wordt ingegaan. Voor de presentatie van de risico's en toelichtingen heeft dit een gevolg. IFRS hanteert geen bestuursverslag. IFRS kent

Afeworky, M. (2017)

andere voorschriften omtrent de presentatie van de risico's en onzekerheden. Deze staan beschreven in IFRS 7.

Apart van de verschillende voorschriften omtrent presentatie van risico's in de jaarrekeningen speelt de rol van de accountant ook een rol. Het karakter van de accountant is omgeven door de wetgeving van het desbetreffende land. Nederland kent een relatief meer principle-based set van accountingstandaarden waarbij er een meer subjectieve rol van de accountant wordt verwacht. Het Duitse karakter van de accountant is meer gebaseerd op de wet- en regelgeving en houdt zich hier streng aan.

In het volgende hoofdstuk wordt gestart met het literatuuronderzoek. In dit hoofdstuk worden de deelvragen behandeld.

### **Hoofdstuk 3: Literatuuronderzoek**

In dit onderdeel van deze scriptie worden de deelvragen behandeld die nodig zijn voor het kunnen beantwoorden van de hoofdvraag. Dit geschiedt aan de hand van een literatuuronderzoek. Het literatuuronderzoek is een onderzoek op bestaande literatuur. Elke deelvraag wordt vanuit meerdere perspectieven, waarna een conclusie wordt getrokken over de desbetreffende deelvraag. Het uiteindelijke doel van dit literatuuronderzoek is een verband te kunnen leggen tussen alle geformuleerde deelvraagconclusies. Dit verband wordt gerelateerd worden aan de hoofdvraag.

#### **3.1 - Deelvraag 1**

*In deze deelvraag wordt onderzocht of er een relatie bestaat tussen de mate van informatieverschaffing over risico's in het bestuursverslag en de kwaliteit van beslissingen die gemaakt worden door de investeerders. De deelvraag luidt als volgt:*

*'Heeft de hoeveelheid informatie over risico's in het bestuursverslag invloed op de beslissingen van de investeerders?'*

Volgens Nederlandse voorschriften is het bestuursverslag een onderdeel van de jaarrekening waarin het gevoerde beleid van de onderneming wordt toegelicht en aangeduidt. Het wordt opgesteld door het bestuur van de onderneming en omvat zowel financiële als non-financiële informatie die de toestand van de onderneming toelicht en verklaart. Het bestuursverslag probeert een 'getrouw beeld' te geven van de ontwikkelingen die zich voordoen in de onderneming en voorziet van mededelingen omtrent de verwachte gang van zaken binnen de onderneming. De doelstellingen en het beleid van de rechtspersoon over de afdekking van de risico's en onzekerheden worden eveneens in het bestuursverslag vermeld.

Zoals vermeld omvat het bestuursverslag informatie over de afdekking van risico's en onzekerheden. Deze type informatie kan gevonden worden in de risicoparagraaf. De risicoparagraaf is een sectie binnen het bestuursverslag en dient als middel, voor de gebruikers van de jaarrekening, om kennis te krijgen van de risico's die van toepassing zijn op de onderneming. Het doel van de risicoparagraaf is om de gebruikers van de jaarrekeningen op de hoogte te stellen van de risico's zodat de gebruikers de informatie in beraad kunnen nemen bij het maken van portefeuillebeslissingen. Een voorbeeld is een aandeelhouder die een kijkje neemt in het bestuursverslag van de onderneming om kennis te krijgen van de risico's die de onderneming heeft geconstateerd. Als deze bepaalde risico's een invloed heeft op de winsten dan weet de aandeelhouder of het verstandig is om wel of geen investeringsacties te ondernemen.

Internationaal gezien ligt het verstrekken van informatie over risico's iets anders. De IASB hanteert sinds 2005 IFRS als de uniforme accountingstandaard en heeft elke beursgenoteerde onderneming binnen de Europese Unie verplicht de geconsolideerde jaarrekening op te stellen volgens IFRS-standaarden. Een welbekende voorschrift binnen IFRS is de waarderingsgrondslag 'fair value' (Ball, 2012). Dit geldt ook voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. IFRS kent geen bestuursverslag. De risico's en onzekerheden worden toegelicht in de jaarrekening bij het bijbehorende onderwerp van waar de risico's en onzekerheden worden beschreven.

*Tot op heden is er geen direct onderzoek te vinden over de directe verschillen tussen de risico's beschreven in het bestuursverslag en de toelichtingen volgens IFRS 7. De kern van dit onderzoek is gelegen op het verbeteren van de informatieverstrekking over risico's aan investeerders. Hoewel de titel suggereert dat het gaat om de risico's beschreven in het bestuursverslag geldt dit evengoed voor de risico's die zijn toegelicht volgens IFRS-standaarden.*

Er is vastgesteld dat er verband bestaat tussen de gebruikers van de jaarrekening en het bestuursverslag c.q. de risicotoelichtingen in de jaarrekening (IFRS). De investeerders baseren de beslissingen voor een gedeelte op basis van de risicotoelichtingen, zoals bijvoorbeeld in het bestuursverslag. Het belang voor het onderzoeken van deze deelvraag is dan ook relevant. Dit blijkt onder andere uit de klachtenbrief van de Vereniging van Effectenbezitters (VEB). In deze brief uit de belangengroep onvrede omdat een gebrek is ontstaan aan niet-financiële informatie binnen het bestuursverslag. Volgens de VEB is de risicoparagraaf binnen het bestuursverslag de sectie die het slechtst presteert en de belangengroep van weinig kwalitatieve toegevoegde waarde voorziet voor het maken van kwalitatief juiste beslissingen (Vereniging van Effectenbezitters, 2017).

Een aantal onderzoekers heeft de focus op dit onderwerp gelegd en onderzocht of er een associatie bestaat tussen de hoeveelheid informatieverstrekking over risico's in het bestuursverslag en de kwaliteit van de beslissingen van de investeerders. Er is gekeken naar de hoeveelheid informatie dat verschaft wordt in de risicoparagraaf en of dit een invloed heeft op de beslissingen die gemaakt worden door de investeerders. Onderzoekers Blij & Mertens (2007) werden door het NIVRA en Eumedion verzocht om empirisch onderzoek uit te voeren naar de informatieverstrekking over risico's en beheersingssystemen in de risicoparagrafen van 2007. Uit het empirische onderzoek bleek dat uit de 62 procent van de bedrijven die informatie geven over risico's in de risicoparagraaf, slechts 10 procent hiervan voldoet aan de criteria van de verschaafing van de belangrijkste risico's (Blij & Mertens, 2007). Een voorbeeld van een belangrijke risico zijn looneisen die niet vertaald kunnen worden in hogere tarieven (Blij & Mertens, 2007).

Blij & Mertens tonen aan dat bedrijven veelal dezelfde soort informatie over risico verschaffen in het bestuursverslag. De gekwantificeerde risico's door AEX-fondsen, AMX-fondsen & AscX-fondsen komen op een groot aantal vlakken overeen. De ondernemingen binnen deze fondsen zijn het meest transparant over de valuta- en renterisico's. Andere typen risico's zoals marktrisico's en prijsrisico's worden voornamelijk verwaarloosd. Dit zijn typen risico's waar een investeerder waardevolle informatie uit kan halen. Het onderzoek van Blij & Mertens toont aan dat het logisch is dat er een hogere vraag is naar een kwalitatief betere risicoparagraaf en bestuursverslag.

Er zijn verschillende redenen en perspectieven over waarom een onderneming wel of geen bepaalde hoeveelheid informatie verstrekt over de risico's. Cabedo Semper & Tirado Beltran (2016), hebben in 2016 een empirisch onderzoek verricht naar de risicotoelichtingen in de jaarrekeningen van Spaanse rechtspersonen. De kern van het onderzoek was gericht op de mate van informatieverstrekking over risico's. Uit het onderzoek zijn er verschillende redenen geformuleerd over waarom een onderneming wel of geen bepaalde mate van informatie over risico verschaft. Sommige ondernemingen zien een te hoge verschaffing van informatie over risico's en onzekerheden als een teken van slechte prestaties (Cabedo Semper & Tirado Beltran, 2016).

Een te hoge mate van verschaffing kan een afschrikkend effect opwekken bij de investeerders waardoor de bedrijven de kans mislopen investeerders aan te trekken. Wanneer een onderneming teveel informatie verschaft over risico's geeft dit een negatief beeld af aan de investeerders omdat de onderneming zich zal moeten richten op het aanpakken van de risico's. Dit leidt tot het verlies van aandacht op de operationele activiteiten van de onderneming. De winsten kunnen als gevolg hiervan te lijden hebben (Cabedo Semper & Tirado Beltran, 2016). Wanneer dit gedachtegoed onder een grote groep ondernemingen waarneembaar is kan dit grote gevolgen met zich meebrengen. Ondernemingen zullen namelijk niet de drang hebben om veel informatie over risico's te verschaffen. De investeerder wordt op een verkeerd spoor gezet omdat het niet op de hoogte is van de daadwerkelijke toestand van de onderneming. Wanneer dit proces zich op grote schaal voordoet kan dit een financiële crisis tot gevolg hebben (Cabedo Semper & Tirado Beltran, 2016).

Bovenstaand onderzoek concludeert dat ondernemingen een negatieve gedachtegoed hebben bij de term 'risico'. De ondernemingen hebben angst een negatief beeld af te geven en hiermee investeerders af te schrikken. Dit hoeft niet altijd het geval te zijn. Elliot & Jacobson (1994) beschrijven in het onderzoek '*Costs and Benefits of Business Information Disclosure*' dat het toelichten van risico in de jaarrekeningen alleen maar positief effect kan hebben. Dit geldt voor de onderneming en de investeerders. De reden hiervoor slaat terug op de kosten van kapitaal. Investeerders zetten een lagere risicopremie op de investering als ze waarheidsgetrouwe informatie

Afeworky, M. (2017)

ontvangen over de risico's binnen de onderneming (Elliot & Jacobsen, 1994). Dit geldt voor risico's van zowel positieve als negatieve aard. Er is in deze situatie sprake van een toevoer van informatie van de ene partij naar de andere partij. Dit zorgt voor een efficiënte uitkomst die beide partijen voordelen kan opleveren (Elliot & Jacobsen, 1994). De economische prestaties van de bedrijven zullen er niet onder lijden (Du & Zhou, 2009).

Het onderzoek van Elliot & Johnson (1994) is in overeenstemming met de Proprietary Cost Theory. Deze theorie beargumenteert dat ondernemingen die volledige transparantie vertonen en volledige informatie geeft in de jaarverslagen nutsmaximalisatie realiseren voor zowel de onderneming zelf als de betrokkene externe partij.

Een belangrijke factor binnen deze kwestie is de grootte van de industrie en markt. Amran, Bin & Hassan (2008) hebben onderzoek gedaan naar de risicomanagement toelichtingen in de financiële jaarrekeningen van Maleisische ondernemingen. Het onderzoek toonde aan dat er positief verband bestaat tussen de mate van informatieverschaffing en de hoeveelheid investeerders dat actief is bij de onderneming. Het onderzoek stelt vast dat de grootte van de verschaffing van de hoeveelheid informatie in de risicotoelichtingen stijgt, als de belangen binnen het bedrijf door externe gebruikers ook stijgen (Amran, Bin & Hassan, 2008). Amran et al. (2008) stellen dat het onderzoek van toepassing is op de grootte van de industrie. Een industrie met veel bedrijven, investeerders en afnemers duidt op een hogere mate van informatie toelichting over risico's. De type industrie speelt daarom een belangrijke rol in deze kwestie.

Joseph et al. (2000) ontkrachten de argumenten van Amran et al. De onderzoekers hebben door middel van een enquête onderzocht of een stijging in de mate van risicotoelichtingen effect hebben op de beslissingen van de investeerders. In het onderzoek van Joseph et al. (2000) wordt vastgesteld dat de grootte van de onderneming een bepalende factor is bij de mate van informatieverschaffing over risico's. Het type industrie staat hier los van.

Linsley & Shrives (2006) formuleerden een soortgelijke conclusie. De onderzoekers analyseerden de risicotoelichtingen van non-financiële onderneming uit het Verenigd Koninkrijk en kwamen tot de conclusie dat de hoeveelheid aan risicotoelichting afhankelijk is aan de grootte van de onderneming. Kort gezegd, grote bedrijven lichten meer informatie toe over risico's dan mid/kleine bedrijven.

In het eerder beschreven onderzoek van Joseph et al. vroegen de onderzoekers zich af of de investeerders de huidige hoeveelheid risicotoelichting gepast vonden. De onderzoekers gaven de investeerders de mogelijkheid problemen te schetsen waar zij vonden dat een verbetering op zijn plaats was. Een veel voorkomend antwoord was een reguliere set van voorwaarden over bepaalde

Afeworky, M. (2017)

risicofactoren die verplicht toegelicht moeten worden. Dit voorziet van een zekerheid voor de investeerders. De ondernemingen zijn in dit geval verplicht bepaalde risico's toe te lichten ( Joseph et al., 2000).

Ondernemingen een set van regels en criteria verplichten toe te lichten in de risicotoelichtingen of het bestuursverslag is geen populaire optie voor de ondernemingen. Dit houdt in dat concurrenten toegang krijgen tot bepaalde informatie over risico. Wanneer het aankomt op de concurrentiepositie zijn ondernemingen prudent in de mate van risicotoelichting. De concurrentiepositie wordt in gevaar gebracht bij een te hoge verschaffing van informatie over risico (Holland & Stoner, 1996). Gevoelige informatie wordt geopenbaard. Dit brengt de financiële positie van de onderneming in gevaar omdat andere ondernemingen binnen dezelfde markt toegang krijgen tot gevoelige informatie (Holland & Stoner, 1996). Het feit dat ondernemingen verplicht worden informatie over risico's vrij te geven aan externe partijen is een risico op zich. Ondernemingen moeten zoeken naar een juiste afweging tussen het in gevaar brengen van de concurrentiepositie en de tevredenheid van de investeerders. Een te hoge mate van verschaffing kan de concurrentiepositie in gevaar brengen. Dit leidt weer tot onvrede bij investeerders.

Vele onderzoeken zijn gericht op de hoeveelheid risicotoelichtingen. Er wordt in dit geval puur en alleen gekeken naar de kwantiteit van informatieverschaffing. Weinig onderzoeken hebben de focus weten te leggen op de kwaliteit. Kwaliteit is een belangrijke factor binnen dit onderwerp omdat een onderneming wel de mogelijkheid heeft om een juiste hoeveelheid informatie te verschaffen, maar dit kwalitatief relevant hoort te zijn. Dit in het kader van het maken van beslissingen door de investeerders. Indien dit niet het geval is hebben de stakeholders weinig baat bij de informatietoelichting.

Te beginnen valt bij de constante verbeteringen die plaatsvinden binnen het kader van IFRS 7. IFRS 7 is uitgegeven in augustus 2005 en had als doel de voorschrift verplicht toe te laten passen vanaf het startende boekjaar van 2007. Over de jaren hebben sinds 2007 een aantal wijzigingen plaatsgevonden om de kwaliteit van de accounting standaard te waarborgen. Zo heeft IASB in 2008 IFRS 7 geupdate met als doel de risicotoelichtingen te verduidelijken (IASPlus, 2008).

Een voorbeeld waarbij IASB aantoont degelijk waarde te hechten aan de verbeteringen omtrent risicotoelichtingen is de wijziging in IFRS 7 van december 2011 (Deloitte, 2011). De wijziging betreft het verplichten van ondernemingen om de rechten van opgezette en gerelateerde arrangementen voor financiële instrumenten toe te lichten (Deloitte, 2011). In tabellenvorm moet de onderneming de brutowaarden toelichten die in overeenkomst is met IAS 32.



Afeworky, M. (2017)

Beretta & Bozzolan (2004) stelden in het onderzoek '*A framework for the analysis of firm risk communication*' de vraag of de kwantiteit van risicotoelichting geassocieerd is met de kwaliteit van de risicotoelichtingen. Een grote hoeveelheid risicotoelichting kan op het eerste gezicht positieve reacties opwekken, maar wanneer men met een vergrootglas de informatie bestudeert kunnen investeerders ontevreden reageren. Uit het onderzoek kwam naar voren dat ondernemingen veelal huidige of vroegere risico's aan het licht brengen. Mogelijke toekomstige risico's worden buiten beschouwing gelaten (Beretta et al., 2004).

Het bovenstaande laat zien dat een onderneming qua hoeveelheid (kwantiteit) van risicotoelichting mogelijk voldoet aan de eisen van de investeerders. Dit laat ook zien dat de investeerder mogelijk weinig relevante informatie over risico haalt uit de risicotoelichtingen. Een investeerder heeft meer baat bij toekomstige risico's dan huidige/vroegere risico's. De risicotoelichtingen moeten om deze reden van kwaliteit zijn voorzien. Relevantie van de informatie speelt een belangrijke rol bij het besluitmakings proces door de investeerders (Beretta et al., 2004).

Zoals vermeld, hebben verschillende onderzoekers een correlatie ontdekt tussen de grootte van de onderneming en de mate van risicotoelichting in het bestuursverslag. Beretta & Bozzolan (2004) probeerden een zelfde soort correlatie te onderzoeken tussen de kwaliteit van risicotoelichtingen en de grootte van de ondernemingen. De onderzoekers kwamen tot een negatieve conclusie. Er bestaat geen correlatie tussen de kwaliteit van de risicotoelichtingen en de grootte van de industrie en/of onderneming.

Naast de negatieve punten van een hoge mate van informatieverstrekking over risico's zijn er ook positieve gevolgen toe te wijzen aan dit onderwerp. Op dit moment heerst onvrede over de mate van informatieverstrekking over risico's. Dit is in een eerder stadium aangekaart door de VEB. Het is plausibel te bedenken dat er op dit moment een tekort aan informatie toegelicht wordt in de risicotoelichtingen. Op internationale schaal is hier aandacht aan besteed. Na uiting van onvrede van de gebruikers van de jaarrekeningen heeft de IASB in 2008 IFRS 7 gewijzigd zodat de verstrekking van kwalitatieve informatie in de context van kwantitatieve informatie in lijn komen te staan. Dit stelt de investeerders in staat de toelichtingen beter op te nemen en een beter algemeen beeld te schetsen van de risico's die voortvloeien uit de financiële instrumenten. De investeerders zullen beter in staat zijn de blootgestelde risico's te beoordelen (IASB, 2008). Dit toont aan dat de geuite onvrede en probleemschets kunnen leiden tot een betere informatieverstrekking over risico's aan de investeerders omdat ondernemingen bang zijn investeerders te verliezen.

### 3.1.1 - Conclusie op deelvraag 1

Er kan geconcludeerd worden dat er correlatie bestaat tussen de hoeveelheid van informatieverschaffing over risico's en of dit invloed heeft op de beslissingen van de investeerders. De grootte van de onderneming speelt hier de bepalende factor. Grotere ondernemingen voorzien het verslag van meer risicotoelichting dan kleinere ondernemingen. Grotere ondernemingen hebben over het algemeen meer investeerders binnen bereik. Er wordt gesproken van een correlatie en geen causaal verband omdat er geen bewijs is geleverd voor de invloed op de beslissingen. Een onderneming kan weinig risico toelichten in de risicotoelichtingen/het bestuursverslag. Wanneer deze informatie van relevante waarde is en kwalitatief hoogstaand is heeft een investeerder er meer baat bij dan puur de hoeveelheid.

Een aantal redenen waarom ondernemingen terughoudend opereren in de verschaffing van zowel relevante als de hoeveelheid informatie over risico's heeft te maken met een aantal factoren. Een te hoge verstrekking van informatie kan zorgen voor het volgende:

- Een verwarring van irrelevante en relevante risicotoelichting. Investeerders weten hierin geen onderscheid te maken;
- Het in gevaar brengen van de concurrentiepositie van de onderneming als gevolg van het blootgeven van gevoelige informatie;
- Het kan een afschrikkend effect hebben op de investeerders. Teveel vrijgegeven informatie over risico duidt op mogelijke slechte prestaties van de onderneming.

Gezien de huidige ontevredenheid over de mate van risicotoelichting kan geconcludeerd worden dat er een positief verband bestaat tussen de kwaliteit van de verschafte informatie in de risicotoelichtingen en het bestuursverslag en de beslissingen die gemaakt worden door de investeerders. Investeerders de gelegenheid geven om betere voorspellingen te maken geeft investeerders de kans hierop te anticiperen. De kwaliteit van de beslissingen zullen in dat geval toenemen. De hoeveelheid informatie over risico's in de risicotoelichtingen hebben geen invloed op de beslissingen van de investeerders. De kwaliteit van informatie over risico's in de risicotoelichtingen is de bepalende factor binnen deze kwestie.

### 3.2 - Deelvraag 2

*In deze deelvraag wordt onderzocht wat de invloed van de risicotoelichtingen is op de voorspellingen van de investeerders. Spelen de risicotoelichtingen een grote factor bij het beslissingsmakingsproces van de investeerders? Of zien investeerders de risicotoelichtingen als een bijproduct bij het maken van beslissingen. De deelvraag luidt als volgt:*

*‘Heeft het bestuursverslag invloed op de voorspellingen van de investeerders en wordt dit door de investeerders als waardevol geacht?’*

In de voorgaande deelvraag is geconcludeerd dat investeerders meer voordeel hebben bij het maken van beslissingen bij kwalitatief betere informatie over risicotoelichting, dan een hogere kwantiteit aan risicotoelichting. In deze deelvraag wordt het referentiepunt veranderd. In de eerste deelvraag werd gekeken vanuit het perspectief van de ondernemingen. In deze deelvraag staat de investeerder centraal.

Een investeerder houdt rekening met risico. Risico wordt beschouwd als de kans op een negatieve ontwikkeling. Tegenover elke soort risico staat rendement waarop elke investeerder verschillend op reageert, afhankelijk van het nut en gedrag van de investeerder. Een investeerder streeft naar zekerheid en probeert op verschillende manieren zekerheid te garanderen zodat de investering op een succes uitdraait. Het gaat erom de risico's beheersbaar te maken.

Een methode voor investeerders om risico's beheersbaar te maken is door middel van het Value-at-Risk (VaR) model. Dit model beantwoordt de volgende vraag: *‘hoe erg zal het worden?’* (Langbroek, 2008). Het value-at-risk model geeft op kwantitatieve wijze een voorspelling over de kans dat een beschreven risico zich zal voordoen. Onduidelijk is of kwantitatieve informatie voldoende is voor investeerders om de beslissingen erop te baseren. Greenspan (1996) beschrijft dat de opname van kwantitatieve risicotoelichtingen door het value-at-risk model alleen gunstig is wanneer deze kwantitatieve informatie aangevuld wordt met een nauwkeurige toelichting van hoe de risico's zijn gemeten. De kwantitatieve informatie over risico's moet gerelateerd zijn aan de werkelijke prestaties van de onderneming.

Ondanks het argument van Greenspan geeft het value-at-risk model voldoende waardevolle informatie voor de investeerders. Het value-at-risk model presenteert een schaal waar risico's onderling met elkaar te vergelijken zijn. De schaal stelt de investeerder in staat om meer accurate beslissingen te maken op het gebied van investeren. De vraag in deze deelvraag gaat over de invloed van het bestuursverslag op de voorspellingen van de investeerders. Heeft een toename van risicotoelichting in het bestuursverslag effect op de voorspellingen van de investeerders?

Verschillende onderzoekers hebben zich gebogen over deze kwestie. Er is onderzoek gedaan naar de relatie tussen de aandelenrendementen van investeerders en mate van risicotoelichting in het bestuursverslag (Zarzeski et al, 2003). De nulhypothese in dit onderzoek beschrijft of een toename in de hoeveelheid 'forward-looking' non-financiële informatie in het bestuursverslag gerelateerd is aan de voorspellingsaccuraatheid van de investeerders. De investeerders maken juiste voorspellingen en beslissingen als de nulhypothese niet is verworpen. Het onderzoek toonde aan dat risico gezien wordt als een variabele die een groep van interne en externe factoren beschrijft. Deze interne en externe factoren hebben mogelijk invloed op de inkomsten/prestaties van de onderneming (Zarzeski et al, 2003). Risico is een variabele die toekomstige bedrijfsresultaten en aandelprijzen laat fluctueren. Zarzeski et al, concluderen dat er een positieve associatie bestaat tussen de twee onderzochte variabelen.

Deumes verrichte in 2008 soortgelijk onderzoek. Deumes onderzocht of de risico's die beschreven staan in het bestuursverslag succesvolle factoren zijn in de voorspelling van de toekomstige volatiliteit van aandelprijzen. De toekomstigheid van de aandelprijzen en de gevoeligheid van aandelprijzen op de marktwijde fluctuaties werden geanalyseerd. Deumes geeft aan dat non-financiële informatie over risico de investeerders de kans geeft meer accurate verbeteringen te maken in de nog te maken beslissingen wanneer een waardering geschat wordt van de eigen investeringen. Er wordt voorkomen dat aandelprijzen sterk zullen verschillen en afgeleid worden van de intrinsieke marktwaarde (Deumes, 2008). De toegelichte risico's hebben een significant effect op de lange- en korte-termijn aandelenrendementen. De resultaten uit het onderzoek van Deumes laten zien dat hoe hoger de kwaliteit van het toelichten van non-financiële informatie over risico's, des te beter de investeerders toekomstige mogelijke veranderingen in de aandelenprijzen kunnen voorspellen (Zhu et al., 2016).

Op welke manier voorziet 'textuele informatie' over risico van betere toekomstige inschattingen over de prestaties van de onderneming? Dit werd onderzocht door Abrahamson, Amri & Lin (2006) waarbij werd geconcludeerd dat non-financiële informatie een verklarend middel is om de financiële informatie te begrijpen. De investeerder krijgt via non-financiële informatie over risico een meer objectief beeld van de werkelijke toestand van de onderneming en de beschreven risico. De presentatie van de textuele informatie speelt hier een rol bij (Haniffa, Li & Pike, 2006).

Naast de presentatie is de informativiteit van de non-financiële (textuele) informatie over risico een belangrijke factor. Informativiteit wordt beschouwd als de leerzaamheid en begrijpelijkheid die de investeerder kan halen uit de tekst die degene leest (Encyclo, 2017). Over de afgelopen jaren heeft een stijging plaatsgevonden in de verhouding van non-financiële informatie en financiële informatie.

Afeworky, M. (2017)

Investerders hechten steeds meer waarde aan non-financiële informatie (Kravet & Muslu, 2013). Er zijn verschillende methoden om non-financiële informatie over risico te presenteren. Een goede textuele beschrijving van de financiële risico kan de risicoperceptie van een investeerder veranderen.

Empirisch onderzoek heeft dit aangetoond. Een jaarlijkse stijging in de aantallen van zinnen in de risicotoelichtingen is geassocieerd met een hogere volatiliteit van het rendement en leidt tot meer handelsactiviteiten en investeringen van stakeholders (Kravet & Muslu, 2013). Dit is een tegenstrijdig fenomeen. Een hogere volatiliteit van aandelenrendementen zou in principe moeten leiden tot meer risico. Hoe kan het dan zijn dat een stijging in de risicotoelichtingen gepaard gaat met meer risico voor investeerders?

Het antwoord hierop valt terug op de verschillende percepties van investeerders. Hoe meer informatie wordt toegelicht over risico, hoe groter de kans bestaat dat investeerders de gegeven informatie anders beoordelen en opnemen. Het vertrouwen van de investeerders in de onderneming neemt toe vanwege de toename in risicotoelichtingen. Dit heeft als gevolg dat een grote kans bestaat dat sommige investeerders afwijkende beslissingen maken (Kravet & Muslu, 2013). Vanwege de toename in vertrouwen in de ondernemingen leidt dit tot een stijging van de handelsactiviteiten en investeringen.

Dit onderzoek toont aan dat een stijging van risicotoelichtingen op kwantitatief niveau een grens kent. Ondernemingen zullen een juiste afweging moeten maken tussen de hoeveelheid risicotoelichtingen en de kwaliteit ervan. Kwaliteit en kwantiteit zijn twee losstaande begrippen die in het kader van relevante informatieverstrekking samen een juiste bijdrage horen te leveren aan de investeerder. Dit opdat de investeerder juiste beslissingen maakt en de volatiliteit van aandelenrendementen eerder afneemt dan toeneemt.

Li (2006) beargumenteerde dat non-financiële informatie de investeerders van meer informatie voorziet dan de financiële informatie omdat de non-financiële informatie meer inzicht geeft in de onbekende risicofactoren bij de beschreven risico in het bestuursverslag. Dit zou een plausibele reden zijn op de positieve factoren van meer tekstuele informatie in het bestuursverslag.

Zoals gezegd wordt non-financiële informatie over risico beschouwd als een aanvullend middel om de financiële cijfers beter te begrijpen. De presentatie van de non-financiële informatie van risicotoelichting speelt hier een belangrijke rol bij. De presentatie van de financiële (numerieke) informatie speelt net zo goed, misschien wel meer, een rol.

De manier waarop financiële informatie over risico in de toelichting invloed heeft op de risicoperceptie van de investeerders komt neer op de presentatie van de numerieke informatie. Een

Afeworky, M. (2017)

psychologisch onderzoek werd verricht op de manier waarop investeerders financiële informatie interpreterden. De risico's werden gepresenteerd in een valuta geformateerde versie en een procentueel geformateerde versie. Bedrijven zijn vrij in de manier waarop ze financiële informatie presenteren aan de stakeholders (Nelson & Ruper, 2011). Het psychologisch onderzoek toonde aan dat investeerders gevoeliger waren voor de in valuta gepresenteerde toekomstige inkomstendalingen dan procentueel gepresenteerde toekomstige inkomstendalingen. Dit wil zeggen dat investeerders meer risico voorspellen zodra potentiële inkomstendalingen in de toekomst zijn gepresenteerd in valuta eenheden (Nelson & Ruper, 2011).

Een voordeel bij deze bevinding is dat procentuele informatie van minder absolute informatie over risico voorziet dan absolute valuta eenheden. Kort gezegd, in procenten gepresenteerde informatie over risico laat minder gevoelige informatie los dan in valuta gepresenteerde informatie over risico. Een procentuele daling van tien procent op een bedrag van 50.000 euro is minder dan een procentuele daling van tien procent op een bedrag van 500.000 euro. Dit voorbeeld laat zien dat een procentuele daling van tien procent niet de directe bedragen van de onderneming laten zien. Het presenteren van de werkelijke bedragen die in de onderneming aanwezig zijn is een vorm van het loslaten van gevoelige informatie.

Dit zou een oplossing kunnen zijn voor het informatie assymetrie probleem tussen de investeerders en het bestuur van de ondernemingen. Huidige investeerders zijn ontevreden met de manier waarop ondernemingen de informatie over risico verschaffen. De investeerders vinden het lastig voorspellingen te maken omdat ondernemingen weinig informatie over risico vrijgeven. Het bestuur van de ondernemingen doet dit met name uit voorzichtigheid. Wanneer een onderneming gevoelige informatie loslaat aan de buitenwereld kan dit de concurrentiepositie beschadigen (Holland & Stoner, 1996). Het onderzoek van Nelson & Ruper zou het gat tussen de investeerders en het bestuur van de ondernemingen kunnen verkleinen als ondernemingen besluiten meer financiële informatie op procentuele wijze toe te lichten.

Het principaal-agent probleem lijkt hierdoor ook verkleind te worden. Investeerders spenderen op het moment 'agency kosten' om de belangen van het bestuur van de onderneming en de investeerder zelf te convergeren en het informatie assymetrie probleem op te lossen. Een manier waarop investeerders dit doen is stock options. Gezaghebbenden binnen de onderneming krijgen in het geval van stock options een deel van de bonus uitgekeerd in de vorm van aandelendividenden. De gezaghebbende binnen de onderneming probeert hier rendement uit te halen en zal operationeel meer handelen vanuit de belangen van de investeerders. De kans dat investeerders meer

Afeworky, M. (2017)

waardevolle risicotoelichtingen zullen tegenkomen zal stijgen. Dit gaat gepaard met een stijging van de agency kosten.

Bovenstaande alinea toont aan dat het informatie-assymmetrie probleem gematigd wordt. De agency kosten nemen toe voor de investeerder. Dit duidt op een inefficiënte manier van de uitwisseling van informatie. Risicotoelichting blijft hierdoor nog steeds een groot probleem voor de stakeholders (Aebi et al, 2012). De kosten van kapitaal voor investeerders nemen toe naarmate de agency kosten toenemen (Aebi et al, 2012).

De relatie tussen risicotoelichting en de kosten van kapitaal is een tot op het heden interessant onderwerp. Richardson & Welker (2001) beweren dat marktefficiëntie afhankelijk is van uitvoerige en waarde-relevante transparante toelichtingen van risico's. Risicotoelichtingen hebben de mogelijkheid de kosten van kapitaal te verminderen omdat (1) de transactiekosten verlaagd worden (Amihud, 1986) en (2) de onzekerheden bij de geschatten risico's verlaagd worden (Clarkson et al, 1996).

Dit geldt niet voor elke type risico. Onderzoek heeft aangetoond dat er in dit scenario een onderscheid gemaakt moet worden tussen financiële informatie en sociale informatie (Lambert et al, 2007). Uit onderzoek is gebleken dat financiële informatie en de kosten van kapitaal een negatieve relatie hebben. Dit houdt in dat een toename in de voorziening van financiële risicotoelichting niet heeft geleid tot een verlaging van de kosten van kapitaal voor de investeerders. De kosten van kapitaal worden verlaagd als de sociale informatiestructuur van risico's verhoogd wordt. Richardson & Welker (2001) wijden dit toe aan de sterkere focus van investeerders op de organizationele stakeholders dan de vermogensinvesteerders. Investeerders zijn van mening dat een onderneming meer baat zal ondervinden bij risicotoelichting over sociale factoren (Richardson & Welker, 2001). Deze bevinding lijkt tegenstrijdig. Investeerders houden in dit geval indirect rekening met de eigen belangen. De investeerders weten dat de onderneming er meer baat bij zal hebben door meer sociale risicofactoren toe te lichten. Op deze manier proberen ze een hoger rendement te behalen uit de investeringen.

Het uiteindelijke doel van de investeerders is de kosten van kapitaal te verlagen. Dit kunnen zij doen door het informatie-assymmetrie probleem te matigen. Dit is eerder behandeld. Wetenschappers zijn het over één bevinding eens: *“een hogere/betere toelichting van informatie over risico convergeert de belangen van de stakeholders en managers’.* *‘Dit heeft als gevolg een daling van de agency kosten en een verbetering van de prestaties van de onderneming’* (Solomon et al, 2000). Automatisch zal dit leiden tot betere voorspellingskansen voor de investeerder. Dit beantwoordt voor een groot gedeelte de deelvraag. Belangrijk in deze situatie is dat het initiatief vanuit het bestuur van

de onderneming moet komen. De investeerder heeft alleen de mogelijkheid de belangen te convergeren door agency kosten op te lopen. Dit is inefficiënt.

Er is vastgesteld dat een positieve associatie bestaat tussen de mate van risicotoelichting en de voorspellingen/prestaties van de aandeelhouders. Het uiteindelijke doel is het vergroten van het inkomen. Bovenstaande beschreven onderzoeken moeten niet letterlijk genomen worden. Craig, Oliveira & Rodrigues (2011) tonen aan dat er een grens is tussen de mate van risicotoelichting en de voorspellingen van investeerders. Een nadeel van een te hoge mate van risicotoelichting is transparantie. Niet alleen doet transparantie de concurrentiepositie van de onderneming in gevaar brengen, voor de investeerder leidt een te hoge transparantie tot moeilijkheden om de informatie te begrijpen en te vergelijken. Investeerders ervaren een te hoge transparantie van de onderneming als een overload (Craig et al, 2011). Een te hoge transparantie kan leiden tot het meenemen van minder belangrijkere zaken in de voorspellingen. De voorspellingen zullen dan niet representatief zijn voor de werkelijke situatie waardoor de voorspellingen een vertekend beeld geven (Craig et al, 2011). Dit komt niet ten goede van de inkomsten van de investeerders.

### 3.2.1 - *Conclusie op deelvraag 2*

Risicotoelichtingen hebben invloed op de voorspellingen van de investeerders. Verschillende onderzoeken naar de relatie tussen aandelenrendementen en de mate van risicotoelichting tonen positieve associaties aan. Er is een aantal methoden om de voorspellingsaccuraatheid van de investeerders te vergroten en de kloof tussen de investeerders en het management van de onderneming te verkleinen. Zo kan het management bepaalde acties ondernemen. Één van deze acties is het presenteren van procentuele financiële informatie over risico's. De concurrentiepositie zal in dit scenario minder snel in gevaar komen. Onderzoek heeft aangetoond dat investeerders meer waarde hechten aan procentueel gepresenteerde financiële informatie. Dit kan beschouwd worden als een win-win situatie. Het management kan met deze bevindingen meer redenen hebben om wel informatie over risico toe te lichten. De investeerder kan hierdoor betere voorspellingen maken waardoor er meer accurate beslissingen gemaakt worden. Het informatie-assymmetrie probleem wordt in dit scenario verminderd/gematigd.

Het vertonen van procentuele financiële informatie over risico is niet het enige punt dat invloed heeft op de voorspellingen. Investeerders preferen meer non-financiële informatie dan financiële informatie. Non-financiële informatie heeft de potentie een verhaal te geven aan de beschreven risico. De investeerder krijgt hierdoor een beter beeld van het risico. De investeerder kan om deze reden betere voorspellingen maken. Dit uit zich in betere investeringsprestaties.



Afeworky, M. (2017)

Bovenstaande bevindingen betekenen niet dat er een positieve lineaire associatie bestaat tussen de mate van (non-financiële & financiële) informatieverschaffing over risico's en de investeringsprestaties van de investeerder. Teveel transparantie leidt tot het vervagen van de belangrijkste risico's. De investeerder zal minder goed in staat zijn juiste voorspellingen te maken.

Er kan geconcludeerd worden dat het bestuursverslag een invloed heeft op de voorspellingen van de investeerder. Het onderzoek van Craig et al (2011) toont aan dat dit een juiste constatering is tot op een zekere hoogte. Een juiste verhouding is tot op het heden onbekend. Verdere onderzoek zal moeten blijken tot op welke hoogte de mate van informatieverschaffing over risico's een positieve invloed heeft op de investeringsprestaties van de investeerder.

### 3.3 - Deelvraag 3

*In deze deelvraag wordt bekeken of er verschil bestaat tussen de verplichte en non-verplichte opname van risico's. Daarnaast wordt onderzocht of dit verschil invloed heeft op de beslissingen en investeringsprestaties van de investeerders. De deelvraag luidt als volgt:*

*'Is er een verschil tussen de verplichte en non-verplichte opname van risico's in de risicotoelichtingen, en wat voor effect heeft dit op de investeerders?'*

Tot op dit moment concludeert het literatuuronderzoek dat investeerders waarde hechten aan het bestuursverslag en dit als voornaamste bron gebruiken bij het nemen van beslissingen. Het wordt niet gezien als een extra bron. De hoeveelheid informatie over risico in het bestuursverslag heeft invloed op de beslissingen van de investeerders. De twee bovengenoemde conclusies tonen aan dat het bestuursverslag een onmisbaar product is voor de investeerders. Het is in het belang van de gebruikers van de jaarrekening dat het bestuursverslag naar behoren wordt opgesteld.

Zoals gezegd zijn Nederlandse vennootschappen van (middel-)grote omvang verplicht een bestuursverslag op te stellen. Een component van dit bestuursverslag is de toelichting van de kansen, risico's en onzekerheden waarmee de onderneming te maken krijgt. Het gaat hierbij om de voornaamste risico's en onzekerheden (RJ-400). De toegelichte risico's worden over het algemeen onder de volgende categoriën geplaatst.

- Strategie;
- Financiële positie;
- Wet- en regelgeving.
- Operationele activiteiten;
- Financiële verslaggeving;

Zowel RJ als de Nederlandse wet stellen de vennootschappen niet verplicht bepaalde vormen van risico's op te nemen in het bestuursverslag. Van de vennootschappen wordt verwacht dat de belangrijkste risico's en onzekerheden geselecteerd en weergegeven worden (EY Handboek Jaarrekening, 2016).

Toch zijn de risicotoelichtingen in het bestuursverslag niet geheel geschikt voor het besluitmakingsproces van de investeerders (Linsley & Shives, 2006). De International Accounting Standard Board (IASB) heeft om deze reden in het verleden bepaalde regels in het leven geroepen om ondernemingen bepaalde vormen van risico's verplicht toe te laten lichten. Dit zijn regels IAS 32 & IAS 39 (IASB, 1995, 1999). *De voorschriften binnen IAS 32 en IAS 39 zijn voor een groot deel opgenomen in IFRS 7 (2005) welke tot op heden geupdate wordt om de kwaliteit van de standaarden te waarborgen aan investeerders.* Deze regels verplichten de onderneming om marktrisico's toe te lichten die ontstaan door gebruik van financiële activa (Cabedo & Tirado, 2003). De Securities and

Afeworky, M. (2017)

Exchange Commission (SEC) heeft ondernemingen, die actief zijn op de verschillende Amerikaanse effectenbeurzen, in 2005 verplicht om marktrisico's toe te lichten die ontstaan zijn uit veranderingen in de rente- en koersstanden (Cabedo & Tirado, 2003).

Er is een verschil waar te nemen in de verschillende accountingstandaarden. RJ.400 heeft tot op het heden ondernemingen niet verplicht bepaalde vormen van risico's toe te lichten. RJ spreekt niet van een verplichting tot het toelichten van kredietrisico's of renterisico's. RJ verplicht ondernemingen alleen een bestuursverslag op te stellen met een overzicht van de mogelijke strategische-, operationele-, financiële-, en wet- & regelgevingsrisico's die het bedrijf verwacht tegen te komen. De IASB en SEC hebben dit wel gedaan. Opvallend verschijnsel, is dat de accountingstandaarden die het de ondernemingen verplicht om bepaalde vormen van risico toe te lichten, gefocust zijn op de financiële gegevens. De toelichting van non-financiële informatie wordt door geen enkel systeem verplicht (Abdullah et al, 2015).

Het gebrek aan de toelichting van non-financiële informatie over risico is een gemis voor de investeerders. Non-financiële informatie geeft de investeerder een beter beeld van de risico. Het geeft inzicht in de onbekende risicofactoren bij het beschreven risico (Li, 2006). Daarnaast heeft non-financiële informatie de eigenschap een verhaal te geven aan het beschreven risico.

De vraag naar non-financiële informatie is groot. Abdullah et al, (2015) beargumenteren dat ondernemingen die meer non-financiële informatie over risico toelichten een hogere toelichtingskwaliteit kennen. Dit leidt tot een stijging van het aantal investeerders en verhoogt de reële waarde van de onderneming (Abdullah et al, 2015).

Abdullah, Shukor, Mohamed & Ahmad deden in 2015 onderzoek naar de vrijwillige opname van non-financiële informatie over risico's in de jaarrekening. Hierbij werd de reële waarde van de onderneming als geheel gebruikt als referentiepunt. Als de reële waarde stijgt bij een toename in de vrijwillige opname van de non-financiële risico's, is het positieve verband bewezen. De onderzoekers onderzochten door middel van de markt kapitalisatie, Tobin's Q en de market-to-book value ratio of vrijwillige risico opname een positieve relatie heeft met de reële waarde van de onderneming. Opvallend is dat de meeste onderzoekers gebruikmaken van de aandelenprijzen. Deze onderzoekers kozen voor markt kapitalisatie als de te onderzoeken factor omdat dit de onderneming als geheel representeert.

De resultaten van het onderzoek toonden aan dat er een positief verband bestaat tussen de vrijwillige opname van risico's en de reële waarde van de onderneming. Mogelijke redenen hiervoor kunnen te maken hebben met het signaal dat een onderneming afgeeft. Een onderneming die uit

Afeworky, M. (2017)

zich zelf op een nette wijze de risico's toelicht kan een vertrouwenwekkend signaal afgeven aan de investeerder. De investeerder is op deze manier op de hoogte van bepaalde risicofactoren en acht deze meer vertrouwd naarmate de onderneming transparanter is in de beschreven risico.

Het onderscheid tussen 'beneficial voluntary risk disclosure' en 'damaging voluntary risk disclosure' moet duidelijk zijn. Bij vrijwillige risico toelichting is een onderneming eerder geneigd voordelig (beneficial) risico toe te lichten dan schadelijke (damaging) risicotoelichtingen (Linsley & Shives, 2006). Voordelige risicotoelichting is niet geheel te plaatsen onder de term risico. IFRS definieert risico als een onduidelijk toekomstige uitkomst dat de huidige positie zal verbeteren of verslechteren (IASB). RJ definieert risico als een effect dat ontstaat door onzekerheden op het behalen van de doelstellingen (RJ 400.110b, 2016). 'Beneficial voluntary risk disclosure' kan gezien worden als positieve potentiële gebeurtenissen in de toekomst. De reden waarom ondernemingen meer voordelige informatie toelicht heeft te maken met het beeld dat een onderneming zich zelf wil profileren. Hierdoor zal de onderneming meer investeerders kunnen aantrekken (Linsley & Shives, 2006).

Hetzelfde is bewezen door Nelson & Pritchard (2016). Managers die meer bereid zijn informatie over de toekomst toe te lichten zijn geneigd meer positieve informatie toe te lichten aan investeerders. De negatieve informatie wordt over het algemeen achterwege gelaten. Ondernemingen doen dit door zelf geen verantwoordelijkheid te nemen voor de risico's. Door de risico's op een positieve manier te presenteren lijkt het erop dat de risico's ontstaan door oncontroleerbare acties, in plaats van door de onderneming zelf (Linsley & Shives, 2006).

Nelson et al, (2016) onderzochten het verschil in de manier van risicotoelichting van voor en na de implementatie van het mandaat van de SEC in 2005. In 2005 verplichtte de SEC de ondernemingen genoteerd op Amerikaanse effectenbeurzen jaarlijks de risico's toe te lichten. De ondernemingen zijn daarbij verplicht per kwartaal een update over de risico's te geven. Het onderzoek toonde aan dat voor het SEC mandaat, de ondernemingen een hogere kwaliteittoelichting van informatie over risico geven wanneer het om risico gaat waarbij de kans op een rechtzaak groot is (*great litigation risico's*). Een belangrijk detail hierbij is de presentatie van het beschreven risico. Een onderneming is geneigd meer non-financiële informatie toe te voegen bij de 'great litigation risk' (Nelson et al, 2016). Bij 'low litigation' risico's is deze bevinding voor het mandaat nauwelijks tot niet waar te nemen. Er wordt gesproken van een significant verschil tussen hoge- en lage risico ondernemingen (Nelson et al, 2016).

Na het SEC mandaat van 2005, waarbij ondernemingen verplicht werden geacht risico's toe te lichten in de jaarrekeningen en deze toelichtingen per kwartaal up-te-daten, was dit verschil tussen hoge- en

lage risico ondernemingen niet meer waarneembaar. Ook lage risico ondernemingen werden verplicht risico's toe te lichten en voldeden aan deze plicht. Belangrijk detail is de aandacht die de lage risico ondernemingen besteedden aan de presentatie. Ook bij de lage risico ondernemingen waren de risico's van meer non-financiële informatie voorzien (Nelson et al, 2016).

Het onderzoek van Nelson et al, (2016) toont aan dat er een verschil is in de wijze van risicotoelichting onder vrijwillige en verplichte opnamen van risico's. De ondernemingen verplichten om risico's op te nemen heeft als gevolg dat er meer risico wordt toegelicht en deze meer non-financiële informatie bevatten. Dit is gunstig voor de investeerders. Investeerders evalueren de informatie dat is toegelicht om de risicolevel te bepalen (Cabedo & Tirado, 2003). Op basis hiervan worden de investeringsbeslissingen gemaakt.

Het mandaat van de SEC van 2005 rekent sinds de invoering op steun van onderzoekers. Eerder is beargumenteerd dat er een positief verschil te vinden is in de manier van risico toelichting voor de verplichting van het toelichten van de risico's (Nelson et al, 2016). Dit is niet het enige gevolg van de invoering van het mandaat.

De invoering van het mandaat van de SEC heeft als gevolg gehad dat ondernemingen meer aandacht schenken aan de beschreven risico in het bestuursverslag (Campbell et al, 2013). Dit zegt iets over de risk appetite, ook wel bekend als de risicobereidheid. Managers voorzien de toelichtingen van de echte risico's die het ook daadwerkelijk denkt te verwachten. De managers beschrijven daarbij op nauwkeurige wijze op welke manier ze denken de problemen aan te pakken en in hoeverre de risico een bedreiging vormt voor de organisatie als geheel. Dit wordt gezien als een positieve uitkomst voor de investeerders.

In hetzelfde onderzoek van Campbell et al, (2013) wordt gekeken of de investeerders reageren op het mandaat van de SEC. Er wordt de vraag gesteld of investeerders de onverwachte portie van toelichtingen meenemen in het besluitmakingsproces. Een stijging in de hoeveelheid risicotoelichting als gevolg van een verplichting opgelegd aan de ondernemingen, zegt niets over de kwaliteit. Risico hoort een relevante beschrijving te hebben. Het moet een voorspellende of bevestigende waarde hebben (Woods & Marginson, 2004). Dit zorgt ervoor dat de investeerders de informatie kunnen interpreteren als betrouwbaar. Pas dan zal het een positief effect kunnen hebben op het besluitvormingsproces van de investeerders.

Het onderzoek toont positieve resultaten aan. Dat wil zeggen dat er positief verband bestaat tussen de stijging in het aantal toelichtingen van risico's en de volatiliteit van de aandelendivenden (Campbell et al, 2013). De onderzoekers wijden dit doordat de ondernemingen de risico's

Afeworky, M. (2017)

classificeren onder subcategorieën. Een aantal voorbeelden hiervan zijn bijvoorbeeld financiële risico's, wettelijke risico's of belasting risico's. Wanneer ondernemingen de risico's classificeren onder bijvoorbeeld een van deze zojuist benoemde categorieën, zijn ondernemingen geneigd meer aandacht te geven aan het gevonden risico (Campbell et al, 2013).

### 3.3.1 - *Conclusie op deelvraag 3*

Er bestaat een verschil tussen de verplichte en vrijwillige opname van risico's in het bestuursverslag. In Nederland zijn ondernemingen niet verplicht bepaalde vormen van risico's op te nemen in het bestuursverslag. Onderzoek in het buitenland, met name in de Verenigde Staten, heeft aangetoond dat het verplichten van ondernemingen om bepaalde risico's toe te lichten een positief effect heeft op zowel de kwaliteit als kwantiteit van de risicotoelichting.

Vele onderzoekers gebruikten het mandaat van de SEC dat ingevoerd werd in 2005 als referentiepunt. De invoering van het mandaat bracht een aantal voordelen met zich mee. Een van deze voordelen was een stijging in de hoeveelheid risicotoelichting bij lage risico ondernemingen. Deze ondernemingen waren voor invoering niet bereid zich te focussen op potentiële risicofactoren. Na invoering was er een significante toename te vinden in de hoeveelheid risicotoelichtingen.

Niet alleen de kwantiteit werd bevorderd. Ook de kwaliteit van de toelichtingen steeg. Abdullah et al, (2015) beargumenteerde dat een toevoeging van non-financiële informatie over risico's de kwaliteit van de risicotoelichting laat toenemen. Na invoering van het SEC mandaat in 2005 werd onder alle ondernemingen een stijging gevonden in de mate van non-financiële informatie over risico's. Er kan vastgesteld worden dat verplichte opname van risico een positief effect heeft op de ondernemingen. Dit uit zich in positieve effecten voor de investeerders. De investeerders hebben de beschikking over meer kwantitatieve en kwalitatieve risicotoelichtingen die bruikbaar zijn in het besluitmakingsproces (Campbell et al, 2015).

Het onderzoek van Campbell et al, (2015) en Nelson et al, (2016) toonden aan dat het verplichten van ondernemingen om risico's toe te lichten gepaard gaat met een stijging van de aandelprijzen. Er kan vastgesteld worden dat verplichte opname van risico's in het bestuursverslag een positief effect heeft op zowel de ondernemingen als de investeerders.

## **Hoofdstuk 4: Empirisch Onderzoek**

### **4.1 - Inleiding**

In dit hoofdstuk wordt empirisch onderzoek gedaan naar de reële waarde van vijf Duitse ondernemingen en één Amerikaanse. Er wordt onderzocht of de opname van risico's in het bestuursverslag van invloed is op de reële waarde van de ondernemingen. In dit empirisch gedeelte van het onderzoek zal de relevantie, data en de methodologie besproken worden. Het wordt afgesloten met de resultaten van het onderzoek en een daarbij passende conclusie.

### **4.2 - Relevantie**

In het literatuuronderzoek is bewezen dat de informatieverstrekking over risico's in het bestuursverslag een positieve invloed heeft op de beslissingen van de investeerders. Dit is aangetoond door een stijging van de beurskoersen en aandelenrendementen van de onderzochte ondernemingen. Deumes (2008) vond dat de toegelichte risico's in het jaarrapport een significant positief effect hebben op de lange- en korte-termijn aandelenrendementen. Dit is bevestiging op het onderzoek verricht door Zarzeski et al, (2003). Zarzeski et al, onderzochten twee afzonderlijke variabelen: risico en aandeelprijzen. Er werd geconcludeerd dat een positieve associatie bestaat tussen deze twee afzonderlijke variabelen.

In dit empirische deel worden de onderzoeken toegepast op een deel van de autoindustrie. Het onderzoek probeert te onderzoeken of de bevindingen toegepast kunnen worden in een meer gedetailleerde setting. De te onderzoeken periode bedraagt vijf jaar (2011 t/m 2016). De ondernemingen waar dit empirische onderzoek zich over zal buigen zijn de volgende 5 auto ondernemingen:

- |              |             |                  |                    |
|--------------|-------------|------------------|--------------------|
| - Audi AG    | [Duitsland] | - Volkswagen AG  | [Duitsland]        |
| - BMW AG     | [Duitsland] | - General Motors | [Verenigde Staten] |
| - Porsche AG | [Duitsland] |                  |                    |

Er is voor gekozen voor vier Duitse ondernemingen en één Amerikaanse. Reden hiervoor is een verschil te traceren tussen Europese en Amerikaanse ondernemingen. Daarnaast hebben Duitse ondernemingen het te verduren gehad in het jaar 2015 vanwege het Volkswagen Diesel schandaal.

Belangrijke notitie is dat zowel Audi AG als Porsche AG fungeren als dochtermaatschappij voor moederconcern Volkswagen AG. Hoewel dit kan leiden tot een vertekend resultaat hoeft dit niet zo te zijn. Volkswagen AG kan invloed uitoefenen op de twee dochtermaatschappijen, echter voeren beide dochtermaatschappijen een eigen koers. Weliswaar onder toezicht van Volkswagen AG.

Afeworky, M. (2017)

Daarnaast kan het interessant zijn om te zien in hoeverre de drie maatschappijen van elkaar verschillen in de presentatie van de risicotoelichtingen.

Voor dit onderzoek is een hypothese opgesteld. Aan de hand van de resultaten wordt antwoord gegeven op de hypothese. De hypothese is als volgt:

**H<sub>1</sub>: De informatieverstrekking over risico's in het bestuursverslag heeft een positieve invloed op de beurswaarde van de onderneming.**

#### **4.3 - Data & Methodologie**

In dit onderzoek wordt gebruik gemaakt van twee soorten data: (1) de risico's beschreven in het jaarrapport, (2) de aandelenkoersen van de vijf ondernemingen.

Om de risico's beschreven in het jaarrapport te onderzoeken zijn de jaarrapporten van het jaar 2011 en 2016 gebruikt. Er zijn zeven criteria opgesteld waarbij elke criterium wordt getoetst. Aan elk criterium wordt een cijfer gegeven op basis van een schaal:

- 0 = geen risicotoelichting
- 2 = Algemene risicotoelichting
- 4 = Specifieke risicotoelichting

Er mag ervan worden uitgegaan dat een score van vier als meest waardevol en relevant wordt geacht.

Zoals gezegd worden van de vijf ondernemingen de jaarrapporten bestudeerd en getoetst op basis van zeven criteria. Er wordt gekeken of het jaarrapport elk van de zeven type risico's vermeldt in het jaarrapport en in hoeverre deze beschreven worden. Dit wordt aangeduidt met een cijfer. De zeven criteria (type risico's) zijn als volgt:

<b>Criteria 1</b>	<b>In hoeverre worden prijs- en marktrisico's toegelicht?</b>
<b>Criteria 2</b>	<b>In hoeverre worden liquiditeitsrisico's toegelicht?</b>
<b>Criteria 3</b>	<b>In hoeverre worden concurrentierisico's toegelicht?</b>
<b>Criteria 4</b>	<b>In hoeverre worden maatschappelijke- en omgevingsrisico's toegelicht?</b>
<b>Criteria 5</b>	<b>In hoeverre worden juridische risico's toegelicht?</b>
<b>Criteria 6</b>	<b>In hoeverre worden integriteits- en governance risico's toegelicht?</b>
<b>Criteria 7</b>	<b>Is sprake van een toevoeging van non-financiële informatie over risico's?</b>

Om de aandelenkoersen van de vijf ondernemingen te bestuderen is gebruik gemaakt van data uit de database van Bloomberg. Bloomberg is een financieel dienstverleningsbedrijf gespecialiseerd in statistische data van financiële markten. De sample bestaat uit de dagelijkse slotkoersen van de vijf

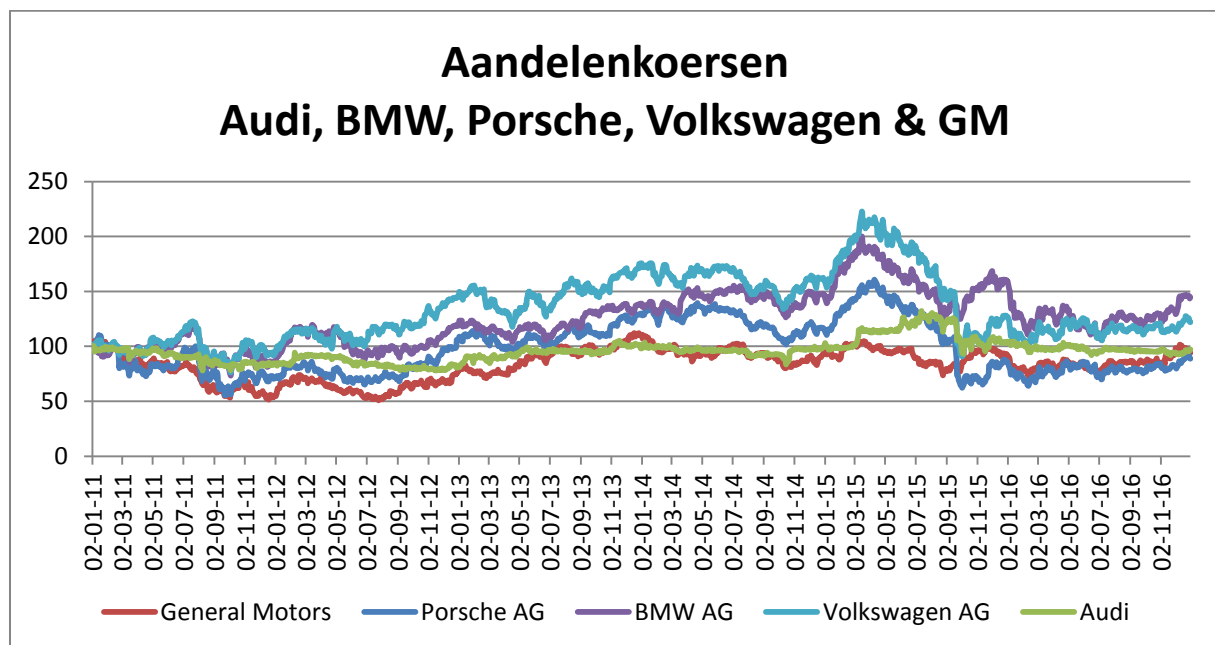


ondernemingen over de periode 2011 tot en met 2016 (zes jaar). De koersen zijn geïndexeerd naar de koers van 2 januari 2011. Dit houdt in dat elk bedrijf start met een koers van 100. Vervolgens wordt gekeken naar de verschillen per datum die afwijken van de koers op 2 januari 2011. Door de indexering van de koersen wordt de vergelijkbaarheid tussen de bedrijven onderling vereenvoudigd.

Over de onderzochte zes jaar wordt gekeken of een trend opgemaakt kan worden uit de aandelenkoersen. Dit in combinatie met de mate van risicotoelichting in de jaarrapporten van de vijf ondernemingen in 2011 en 2016 geeft aan of de hypothese wel of niet verworpen wordt.

#### 4.4 - Resultaten

In figuur 5.1 zijn de aandelenkoersen van de vijf ondernemingen gepresenteerd. De aandelenkoersen hebben betrekking op de periode 2 januari 2011 tot en met 31 december 2016.



Figuur 5.1: de dagelijkse sluitkoersen van de vijf ondernemingen

In figuur 5.1 is te zien dat de aandelenkoersen van de vier Duitse ondernemingen over het algemeen eenzelfde constante trend aanhouden. De Amerikaanse onderneming, General Motors, reageert iets minder sterk mee dan de andere vier. Er zijn twee duidelijke momenten op te merken waaruit de aandelenkoersen een sterke daling ondervinden. Dit is op te merken rond de periode juli 2011 en september 2015.

Uit het onderzoek van de beschreven risico's in de jaarrapporten zijn de volgende cijfers gescoord. Er moet hier wel bij gezegd worden dat er een persoonlijk tintje aanhangt. Een ander persoon had op

andere cijfers uit kunnen komen. Belangrijk bij deze cijfers is dat een score van 28/28 niet betekent dat de risico's in de jaarrapporten het beste beschreven zijn. Het gaat voornamelijk om een onderlinge vergelijking. Een score van 18/28 van Audi is beter dan 10/28 van Porsche. Dit houdt in dat bepaalde risico's beter zijn beschreven in het jaarrapport van Audi dan Porsche.

Onderneming	Score 2011	Score 2016
<b>Audi AG</b>	<b>10/28</b>	<b>18/28</b>
<b>BMW AG</b>	<b>16/28</b>	<b>22/28</b>
<b>Porsche AG</b>	<b>4/28</b>	<b>10/28</b>
<b>Volkswagen AG</b>	<b>16/28</b>	<b>22/28</b>
<b>General Motors</b>	<b>12/28</b>	<b>14/28</b>

Tabel 5.1: Gescoorde cijfers door de vijf ondernemingen

Te zien is dat alle ondernemingen over de periode 2011 – 2016 een betere beschrijving van de risico's beschrijft in de jaarrapporten. Ondanks de relatief lage score van Porsche is het de sterkste stijger (150%). Daarnaast ondervonden Audi en Volkswagen beide een stijging van 80%. Opvallend feitje is de relatie tussen Volkswagen AG en Audi AG. Namelijk is Volkswagen AG het moederconcern van Audi AG en Porsche AG. De drie sterkste stijgers zijn ook de drie zojuist benoemde maatschappijen. De onderlinge relatie van de drie concerns toont aan dat interne hervormingen hebben geleid tot een betere presentatie van de risicotoelichtingen.

Bovenstaande tabel toont aan dat er bepaalde ontwikkelingen hebben plaatsgevonden die gepaard gingen met een betere toelichting van risico's. BMW heeft een stijging van 37,5% waarbij zij van de Duitse ondernemingen de laagste stijging hebben. General Motors is het meest constant gebleven. De risico's beschreven in het jaarrapport van 2016 komen grotendeels overeen met de risico's beschreven in het jaarrapport van 2011. *In de bijlagesectie van dit onderzoek zijn de scores toegelicht en gedetailleerder weergegeven.*

## **Hoofdstuk 5: Algehele conclusie**

Het doel van dit onderzoek is om de informatieverstrekking over risico's in het bestuursverslag te onderzoeken om te bekijken welke maatregelen er genomen kunnen worden om het bestuursverslag te verbeteren. De centrale vraag in dit onderzoek is:

***'Heeft de informatieverstrekking over risico's in het bestuursverslag invloed op de beslissingen van de investeerders?'***

Uit het literatuursonderzoek is naar voren gekomen dat risicotoelichtingen in de jaarrekeningen en/of jaarverslag een invloed hebben op de beslissingen van investeerders. Deelvraag 1 laat zien dat er een correlatie bestaat tussen de hoeveelheid informatieverstrekking over risico's, de kwaliteit van de risicotoelichtingen en de beslissingen van de investeerders. Hier was een positief verband in gevonden. Er kan bedacht worden dat ondernemingen hiervan op de hoogte zijn en hierop anticiperen omdat een toename van risicotoelichtingen uiteindelijk zal zorgen voor een stijging van de reële waarde van de onderneming en zorgt voor een stijging van de aandelenprijzen. Dit blijkt niet het geval. De concurrentiepositie van de onderneming staat het principaal-agent probleem in de weg. Er zullen oplossingen gevonden moeten worden om meer transparantie in de risico's te bieden aan de investeerders waarbij ondernemingen geen gevoelige informatie vrijgeven aan concurrenten.

Een van de mogelijkheden om dit te realiseren is de kloof tussen de investeerders en het management te verkleinen. Presentatie is een sleutelfactor binnen deze kwestie. Verschillende onderzoeken hebben aangetoond dat de presentatie van de risico's een invloed hebben op de beslissingen van de investeerders. De vertoning van procentuele financiële informatie over risico's is er één van. Dit zorgt er mede voor dat het management minder snel gevoelige informatie vrijgeeft. Het toevoegen van non-financiële informatie over risico's heeft ook een positief effect op de investeerders. Dit bevoordeelt het management doordat er minder financiële cijfers over de onderneming vrij wordt gegeven. Investeerders daarentegen waarderen non-financieel gepresenteerde risicotoelichtingen omdat het ze een beter beeld kunnen schetsen bij de risico.

Bovenstaande conclusie drukt zich niet sterk uit in het empirische gedeelte van dit onderzoek. Alhoewel de presentatie van non-financiële informatie bij de meeste Duitse ondernemingen van dit onderzoek over de tijd verbetert, drukt dit zich niet uit in een daadwerkelijke stijging van de reële waarde van de ondernemingen. In dit empirische onderzoek valt er op te merken dat er bij de aandelenkoersen twee momenten zijn waarbij de koersen een sterke daling maken. Omstreeks juli 2011 valt te zien dat alle ondernemingen een daling maken van gemiddeld 23% ten opzichte van januari 2011. Dit kan te maken hebben met het natuurramp van Japan waar er een aardbeving en

een tsunami hebben plaatsgevonden. Mede het nucleaire station Fukushima werd getroffen. Dit had grote gevolgen voor de financiële markten op dat moment. Verschillende aandelenmarkten daalden als gevolg van deze natuurramp en dit is tevens te zien in de dagelijkse aandelenkoers van figuur 5.1.

De natuurramp dat had plaatsgevonden in Japan is zeer moeilijk te voorspellen. Vrijwel niemand heeft dit aan zien komen. Het is dan ook niet aan de ondernemingen te wijten dat de investeerders hier niet op hebben kunnen anticiperen.

Ditzelfde valt niet te zeggen over de sterke daling in september 2015. Na de natuurramp van Japan in 2011 zijn de aandelenkoersen geleidelijk gaan stijgen met als hoogtepunt de koers van Volkswagen AG op 16 maart 2015. Op deze datum bereikte Volkswagen AG een koers van 250,002.

Wat niemand echter aan had zien komen was dat in september 2015 het nieuws bekend gemaakt werd dat Volkswagen AG betrokken was bij een schandaal dat grote gevolgen met zich mee zou brengen. Volkswagen implementeerde in de meeste dieselauto's van 2015 een software die de uitstoot van CO<sub>2</sub> aanpast tijdens een test (NRC, 2015). Dit is een vorm van fraude dat voor grote financiële gevolgen heeft gezorgd. De aandelenkoersen van de vier Duitse ondernemingen daalden dan ook. De een wat sterker dan de ander. Dit had voornamelijk te maken met het verlies van vertrouwen van de investeerders in de auto industrie. Zelfs General Motors ondervond een lichte daling als gevolg van het schandaal.

Dit schandaal had niemand aan zien komen, op het bestuur van Volkswagen na. Ondanks het feit dat dit een vorm van fraude was en de kans zeer klein is dat dit verschijnsel opgenomen zou worden in het jaarrapport, kan het wel beschouwd worden als een risico. De kans zou echter groot zijn mocht dit in een eerder stadium opgenomen zijn in het jaarrapport dat investeerders het vertrouwen in de Duitse auto ondernemingen hoog zou houden.

Na dit schandaal was de vraag naar risico's in het jaarrapport ook gestegen. Investeerders eisten meer duidelijkheid en meer inzicht in de verwachtingen. Uit het onderzoek van de benoeming van risico's is gebleken dat de ondernemingen hier voor een deel gehoor aan hebben gegeven. In vrijwel alle Duitse auto ondernemingen is er een stijging in de opname van risico's, met als grootste stijger Porsche AG.

Uit de grafiek kan echter niet worden geconcludeerd dat de opname van risico's een positieve associatie heeft met de aandelenkoersen van de vijf ondernemingen. Dit komt voornamelijk door de rampen en schandalen. Deze hebben een tegenwerkend effect op de bewijzen. De hypothese wordt in dit geval verworpen.

Afeworky, M. (2017)

Wellicht heeft het nut om over een aantal jaren opnieuw onderzoek te doen naar deze sector. Gezien het feit dat de opname van risico's toenemen en de beurskoersen lijken te stijgen na het schandaal, kan er mede door een betere en grotere opname van risico's deze keer wel een verband getrokken worden.

## **Hoofdstuk 6: Beperkingen & aanbevelingen**

Dit onderzoek kent zijn beperkingen. Een van de beperkingen is dat dit literatuuronderzoek mede gebaseerd is op bevindingen die elders gedaan zijn dan in Nederland. Dit kan ervoor zorgen dat de resultaten uit het literatuuronderzoek niet representatief zijn voor de situaties in Nederland. Verschillen in cultuur en institutionele factoren zijn factoren die de representativiteit in twijfel kunnen brengen. Daarnaast is het onderzoek gebaseerd op informatie die decennia lang geleden zijn geformuleerd. Daarnaast zijn bepaalde onderzoeken verricht voor bepaalde wijzigingen van IFRS 7 en/of RJ 400. Dit kan ervoor zorgen dat bepaalde informatie uit onderzoeken niet of onjuist gegeneraliseerd worden naar dit onderzoek.

Ter aanbeveling zou een onderzoek gedaan kunnen worden naar de verschillen in risicotoelichtingen tussen het bestuursverslag en risicotoelichtingen volgens IFRS. Alhoewel IFRS streeft naar de uniformisering van de accountingstandaarden kan deze uniformisering leiden tot een matiging van de risico opname in de jaarrekeningen. Het bestuursverslag kan gezien worden als een meer structureel systeem van risicotoelichting. Welk systeem gunstiger is voor de opname van risico's en de percepties van investeerders zou een goede aanvulling zijn voor dit onderzoek. In dit onderzoek wordt namelijk weinig onderscheid gemaakt tussen de risicotoelichtingen in het bestuursverslag en risicotoelichtingen volgens IFRS-standaarden.

Afeworky, M. (2017)

## **Hoofdstuk 7: Referenties**

Aebi, V., Sabato, G., & Schmid, M. (2012). Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3213-3226.

An, Y., Davey, H., & Eggleton, I. R. (2011). Towards a comprehensive theoretical framework for voluntary IC disclosure. *Journal of Intellectual Capital*, 12(4), 571-585

Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of financial Economics*, 17(2), 223-249.

Amran, A., Manaf Rosli Bin, A., & Che Haat Mohd Hassan, B. (2008). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39-57.

Ball, R. (2006). International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. *Accounting and business research*, 36(sup1), 5-27.

Banque Nationale, (2015). Neerlegging en openbaarmaking van jaarrekeningen. Geraadpleegd op 7 juli 2017, van [https://www.nbb.be/doc/ba/de/de\\_neerl\\_jr\\_in\\_duitsland\\_v201005.pdf](https://www.nbb.be/doc/ba/de/de_neerl_jr_in_duitsland_v201005.pdf)

Beckman, H. (2004). Toezicht en rechtspleging inzake jaarrekeningen. *Onderneming en Financiering*, 13(60), 4.

Beretta S. & Bozzolan S. (2004), "A framework for the analysis of firm risk communication", *The International Journal of Accounting*, Vol. 39, No. 3, pp. 265-288.

Burgerlijk Wetboek Boek 2. (2016, 29 januari). Geraadpleegd op 30 maart, 2016, van <http://wetten.overheid.nl/BWBR0003045/>

Cabedo, J. D., & Tirado, J. M. (2004, June). The disclosure of risk in financial statements. In *Accounting Forum* (Vol. 28, No. 2, pp. 181-200). Elsevier.

Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H. M., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396-455.

Afeworky, M. (2017)

Clarkson, P., Guedes, J., & Thompson, R. (1996). On the diversification, observability, and measurement of estimation risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(1), 69-84.

Deegan, C. M., & Samkin, G. (2008). *New Zealand financial accounting*. McGraw-Hill Higher Education.

Deloitte, (2014, december). Risicoverslaggeving in het directieverslag in beweging. Geraadpleegd op 28 juni 2017, van <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/audit/deloitte-nl-audit-risicoverslaggeving-in-het-directieverslag-in-beweging.pdf>

Deumes, R. (2008). Corporate risk reporting: A content analysis of narrative risk disclosures in prospectuses. *The Journal of Business Communication* (1973), 45(2), 120-157.

Du, X-q. & Zhou Z-j. (2009) "Empirical Study on the Quality of Financial Accounting Information's Impact on Economic Performance", paper presented to the 2009 International Conference on Management Science & Engineering (16th), Moscow.

Elliott R.K. & Jacobson P.D. (1994), "Costs and Benefits of Business information Disclosure", *Accounting Horizon*, Vol. 8, No. 4, pp. 80-96.

EY Handboek Jaarrekening, 2016

Fields T. D., T. Z. Lys, and L. Vincent. "Empirical Research on Accounting Choice." *Journal of Accounting and Economics* 31 (2001): 255-307.

Gornik-Tomaszewski, S. (2006). New international standard for disclosures of financial instruments: minimum disclosures about credit risk, liquidity risk and market risk are specified. *Bank Accounting & Finance*, 19(2), 43-47.

de Groot J. (2015). Risicoparagraaf biedt kansen. Geraadpleegd op 28 juni 2017, van <http://www.pwc.nl/nl/spotlight/assets/documents/2015/pwc-spotlight-2015-1-risicoparagraaf-biedt-kansen.pdf> HCCA Institute, (2017). Integrity & Compliance. Geraadpleegd op 30 juni 2017, van [http://www.hcca-info.org/portals/0/pdfs/resources/conference\\_handouts/compliance\\_institute/2011/102-2.pdf](http://www.hcca-info.org/portals/0/pdfs/resources/conference_handouts/compliance_institute/2011/102-2.pdf)

Groot, J. D. (2008). FINANCIEN-'Accounting for risks': de risicoparagraaf in het jaarverslag-Nu corporate governance hoog op de agenda staat, heeft ook risicobeheersing aan belang gewonnen.



Afeworky, M. (2017)

De risicoparagraaf in het jaarverslag staat daarom in de schijnwerpers bij aandeelhouders. *Management Executive*, 6(2), 50.

Grossman, S. J. (1981). The informational role of warranties and private disclosure about product quality. *The Journal of Law and Economics*, 24(3), 461-483

Holland, J., & Stoner, G. (1996). Dissemination of price-sensitive information and management of voluntary corporate disclosure. *Accounting and Business Research*, 26(4), 295-313.

IASB, 1995, 1999

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

KPMG, (2016). Weten hoe accountants in de toekomst controleren. Geraadpleegd op 7 juli 2017, van <https://home.kpmg.com/nl/nl/home/insights/2016/10/weten-hoe-accountants-in-de-toekomst-controleren-duitsland.html>

Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088-1122.

Langbroek, R. A. (2008). De waarde van value at risk

Linsley, P.M. and Shrivess, P.J. (2006), "Risk reporting: a study of risk disclosure in the annual report of UK firms", *The British Accounting Review*, Vol. 38 No. 4, pp. 387-404.

Linsley P.M. & Shrivess P.J. (2006), "Risk reporting: a study of risk disclosures in the annual reports of UK companies", *The British Accounting Review*, Vol. 38, No. 4, pp. 387-404.

Loyens & Loeff, (2016). Corporate Governance Code. Geraadpleegd op 9 juli 2017, van [http://cdn.loyensloeff.com/media/7580/corporate\\_governance\\_code.pdf](http://cdn.loyensloeff.com/media/7580/corporate_governance_code.pdf)

Mertens, G. M. H., & Blij, I. H. C. (2008). *Inzicht in onzekerheid: onderzoek naar de risicoparagrafen in de jaarverslagen 2007 van beursfondsen*. Koninklijk Nederlands Instituut van Registeraccountants.

Mitchell, R., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining principles of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22,

Afeworky, M. (2017)

853–886. KNBA (2016). De Accountant Verklaart. Geraadpleegd op 7 juli, van <https://www.nba.nl/tools-en-voorbeelden/uitleg-gebruik-accountantverklaringen/>

Nahar, S., Nahar, S., Azim, M., Azim, M., Anne Jubb, C., & Anne Jubb, C. (2016). Risk disclosure, cost of capital and bank performance. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(4), 476-494.

Nelson, K. K., & Pritchard, A. C. (2016). Carrot or stick? The shift from voluntary to mandatory disclosure of risk factors. *Journal of Empirical Legal Studies*, 13(2), 266-297.

Nelson, M. W., & Rugar, K. K. (2014). Numerical formats within risk disclosures and the moderating effect of investors' concerns about management discretion. *The Accounting Review*, 90(3), 1149-1168.

Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2011). Risk-related disclosure practices in the annual reports of Portuguese credit institutions: an exploratory study. *Journal of Banking Regulation*, 12(2), 100-118.

van Oosterbosch, R. (2016), Risico-informatie in het bestuursverslag over 2016: business as usual?

RJ 400.110b, 2016

Semper, J. D. C., & Beltrán, J. M. T. (2016). SPANISH ACCOUNTING REVIEW.

Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. L. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. *The British Accounting Review*, 32(4), 447-478.

Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20(3), 571-610.

Toet & van Grinsven (2010, oktober). Implementatie van een in-control statement. Geraadpleegd op 28 juni, van <https://www.vg-c.nl/implementatie-van-een-in-control-statement/>

Vanstraelen, A., Zarzeski, M. T., & Robb, S. W. (2003). Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across three European countries. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 14(3), 249-278.

Afeworky, M. (2017)

Vereniging VEB BV. (2017,). [Accountantsbrief 2017] AvA seizoen 2017 en de verwachte bijdrage van de accountant.

Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.

de Waard, D. (2008). Toezicht op maatschappelijk verantwoord ondernemen. Uitgeverij Van Gorcum.

Wolters, (2011). Inzicht in de risicoparagraaf in het jaarverslag. Geraadpleegd op 7 juli 2017, van <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=114502>

Woods, M., & Marginson, D. E. (2004). Accounting for derivatives: an evaluation of reporting practice by UK banks. *European Accounting Review*, 13(2), 373-390.

Zhu, X., Yang, S. Y., & Moazeni, S. (2016, December). Firm risk identification through topic analysis of textual financial disclosures. In *Computational Intelligence (SSCI), 2016 IEEE Symposium Series on* (pp. 1-8). IEEE.

**Hoofdstuk 8: Bijlage**

**Volkswagen AG**

Req. 1	Score 2011	Score 2016
Markt- en Prijsrisico's	2	2
Liquiditeits risico's	2	2
Concurrentie risico's	2	2
Maatschappelijke en omgevingsrisico's	4	4
Juridische risico's	2	4
Integriteits- en Corporate Governance risico's	2	4
Non-Financiële gepresenteerd ?	2	4
<b>SCORE</b>	<b>16/28</b>	<b>22/28</b>

**Audi AG**

Req. 1	Score 2011	Score 2016
Markt- en Prijsrisico's	2	2
Liquiditeits risico's	2	2
Concurrentie risico's	0	2
Maatschappelijke en omgevingsrisico's	2	2
Juridische risico's	2	4
Integriteits- en Corporate Governance risico's	2	4
Non-Financiële risico's	0	2
<b>SCORE</b>	<b>10/28</b>	<b>18/28</b>

**Porsche AG**

Req. 1	Score 2011	Score 2016
Markt- en Prijsrisico's	0	0
Liquiditeits risico's	2	2
Concurrentie risico's	0	2
Maatschappelijke en omgevingsrisico's	0	2
Juridische risico's	0	2
Integriteits- en Corporate Governance risico's	0	0
Non-Financiële risico's	2	2
<b>SCORE</b>	<b>4/28</b>	<b>10/28</b>

**BMW AG**

Req. 1	Score 2011	Score 2016
Markt- en Prijsrisico's	2	4
Liquitditeits risico's	2	4
Concurrentie risico's	4	4
Maatschappelijke en omgevingsrisico's	0	2
Juridische risico's	4	4
Integriteits- en Corporate Governance risico's	2	2
Non-Financiële risico's	2	2
<b>SCORE</b>	<b>16/28</b>	<b>22/28</b>

**General Motors**

Req. 1	Score 2011	Score 2016
Markt- en Prijsrisico's	4	4
Liquitditeits risico's	4	4
Concurrentie risico's	2	2
Maatschappelijke en omgevingsrisico's	0	0
Juridische risico's	0	2
Integriteits- en Corporate Governance risico's	2	2
Non-Financiële risico's	0	0
<b>SCORE</b>	<b>12/28</b>	<b>14/28</b>