

## Auteursrechterlijke overeenkomst

Opdat de Universiteit Hasselt uw eindverhandeling wereldwijd kan reproduceren, vertalen en distribueren is uw akkoord voor deze overeenkomst noodzakelijk. Gelieve de tijd te nemen om deze overeenkomst door te nemen, de gevraagde informatie in te vullen (en de overeenkomst te ondertekenen en af te geven).

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling met

Titel: De kwaliteit van risicorapportering in het jaarverslag

Richting: master in de toegepaste economische wetenschappen - accountancy en financiering  
2009

Jaar:

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Ik ga akkoord,

AOURZ, Khadija

Datum: 14.12.2009

# *De kwaliteit van risicorapportering in het jaarverslag*

**Khadija Aourz**

promotor :  
Prof. dr. Roger MERCKEN

## Voorwoord

Met deze eindverhandeling sluit ik mijn opleiding Toegepaste Economische wetenschappen aan de Universiteit Hasselt af. Graag wil ik van deze gelegenheid dan ook gebruik maken om enkele personen te bedanken die me steunden tijdens deze studieperiode, en gedurende het schrijven van mijn eindverhandeling in het bijzonder.

Om te beginnen wil ik mijn promotor, Prof. Dr. R. Mercken, erg bedanken. Zijn deskundige hulp, uitleg en feedback zijn onmisbaar geweest voor het voltooien van deze eindverhandeling. Ook de bevoorrechte getuigen die bereid waren te helpen om deze studie tot een goed einde te brengen, zou ik bij deze erg willen bedanken. Zonder hun medewerking zou deze studie niet mogelijk zijn geweest.

Verder mogen mijn ouders, familieleden en vrienden bij deze dankbetuiging niet ontbreken. Mijn ouders dank ik niet alleen voor de kans en moed die ze me gaven om deze opleiding aan te vatten, maar zeker ook voor de ononderbroken steun die het mogelijk maakte deze ook effectief te voltooien. Najat, die haar taak als grote en ervaren zus altijd weer fantastisch vervult, wil ik bedanken voor al haar hulp en aanmoedigende woorden.

Mei 2009

Khadija Aourz

## **Samenvatting**

Deze eindverhandeling heeft tot doel een beeld te schetsen van de kwaliteit van de risicorapportering in de jaarverslagen van beursgenoteerde Belgische en Nederlandse ondernemingen. Bijkomend zal er ook op zoek worden gegaan naar verschillende manieren ter verbetering van de risicorapportering.

Om allereerst de problematiek rond risicorapportering te verduidelijken werd in het eerste hoofdstuk ingegaan op het praktijkprobleem. Hier wordt er over verschillende onderzoeken gesproken die aangeven dat de jaarverslagen, in België en Nederland, op vlak van risicorapportering tekort schieten. Dit ondanks de groeiende vraag naar meer transparantie als gevolg van diverse boekhoudschandalen. In dit eerste hoofdstuk wordt dan ook onmiddellijk duidelijk dat het nagaan van de kwaliteit en het zoeken naar verbeterpunten de twee belangrijkste doelen van dit onderzoek betreffen. De centrale onderzoeksvraag volgt hieruit en luidt als volgt:

*" Wat is de kwaliteit van het risicorapport in het jaarverslag van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde bedrijven? "*

De toegepaste methodologie voor het beantwoorden van deze vraag wordt ook in dit eerste hoofdstuk toegelicht. Kort samengevat wordt het onderzoek opgesplitst in drie hoofdfasen. Eerst worden enkele kwaliteitscriteria geïnventariseerd, waarna er een onderzoek onder financieel analisten plaatsvindt, die de kwaliteitscriteria zullen beoordelen. De laatste fase van het onderzoek betreft het eigenlijke onderzoek van de jaarverslagen met een kwaliteitsmeting als resultaat.

Het eerste deel van de eindverhandeling betreft de literatuurstudie die werd uitgevoerd om een theoretisch inzicht te verkrijgen in het onderwerp van deze eindverhandeling. Er wordt in drie hoofdstukken respectievelijk dieper ingegaan op risico, risicorapportering en risicomanagement. In hoofdstuk 2 over risico wordt aangegeven wat er precies dient te worden

verstaan onder het begrip en welke risicocategorisering er in het onderzoek gebruikt zal worden. Het derde hoofdstuk dat handelt over risicorapportering tracht het belang te duiden van risicorapportering en de wet - en regelgevingen die er rond bestaan. Het vierde hoofdstuk heeft het over het risicomangement, dat onmisbaar is voor een goede risicorapportering. In de eerste plaats is hierbij aandacht besteed aan het risicoraamwerk van COSO.

In het tweede deel van het onderzoek werd in hoofdstuk 5 op zoek gegaan naar een manier om de kwaliteit van de risicorapportering te meten. Er werd uiteindelijk gekozen voor een zogenaamde normatieve benadering, waarbij gebruik wordt gemaakt van bepaalde uitgangspunten om uiteindelijk te komen tot een modeloplossing voor de verslaggeving. De volgende uitgangspunten werden in dit onderzoek toegepast: verslaggevingbeginselen die worden ontleend aan de theorie; de informatiebehoeften van gebruikers; de normen die in een politiek proces van wet - en regelgeving tot stand komen. Binnen deze bronnen werd op zoek gegaan naar criteria die uiteindelijk zullen leiden tot een lijst van kwaliteitscriteria ter beoordeling van de kwaliteit van risicorapportering. Alvorens er werd overgegaan tot deze beoordeling werd in hoofdstuk 6 de voorlopige criterialijst voorgelegd aan een aantal financieel analisten, die als professionele gebruikers en als vertegenwoordigers van de aandeelhouders en de vreemd-vermogenverschaffers, het best kunnen aangeven aan welke eisen een risicorapport moet voldoen. Aan de hand van hun beoordeling zal de lijst van kwaliteitscriteria aangepast worden, om de kwaliteit uiteindelijk ook zoveel mogelijk vanuit de informatiebehoeften van de gebruikers van het jaarverslag te meten. De lijst werd onderverdeeld in criteria die betrekking hebben op het informeren over relevante informatie over de onderneming, risicomangement, risico's van de onderneming en de wijze van presentatie van de risico-informatie.

De definitieve lijst van kwaliteitscriteria die voortkomt uit het tweede deel van de eindverhandeling werd in het laatste deel gebruikt om de effectieve kwaliteitsmeting uit te voeren. Van de criteria waarvan gedacht wordt dat ze de resultaten zouden kunnen vertekenen, werd de invloed aan de hand van enkele simulaties nagegaan. De onderzoekspopulatie bestaat uit vijftien Belgische beursgenoteerde ondernemingen en vijftien Nederlandse

beursgenoteerde ondernemingen. Aangezien enkele criteria door de analisten hoger of lager naar waarde werden geschat, zullen aan de criteria ook verschillende scores worden toegekend. De eindscore van elke onderneming is een relatieve score, waarbij de totaalscore telkens zal worden gedeeld door de maximaal te behalen score. Op deze manier is er rekening gehouden met de mate waarin de opgenomen kwaliteitscriteria wel of niet van toepassing zijn en ontstaat er een betere vergelijkbaarheid tussen de verschillende ondernemingen. Verder worden er, zoals al vermeld, ook nog enkele simulaties uitgevoerd om de invloed van bepaalde criteria uit te sluiten en na te gaan in welke mate de resultaten hierdoor zullen variëren.

De resultaten van het empirisch onderzoek worden in het zevende hoofdstuk eerst per kwaliteitscriterium besproken. Hieruit blijkt dat ten aanzien van het risicomanagement er slecht wordt gescoord wanneer het gaat over het rapporteren van tekortkomingen die materiële gevolgen zouden kunnen hebben. Ook het beschrijven van de meetsystemen en de resultaten ervan betreft een criterium met een lage score. Met betrekking tot het informeren over de risico's van de onderneming bleek er vooral slecht te worden gescoord op de criteria die respectievelijk handelen over het duidelijk aangeven van de belangrijkste risico's waarmee de onderneming wordt geconfronteerd en het aangeven van de kans dat bepaalde risico's zich kunnen voordoen.

Nadien worden de resultaten bekeken per onderneming en opgesplitst naar België en Nederland. Hieruit kan worden geconcludeerd dat de onderzochte ondernemingen voor hun risicorapportering een gemiddelde score van 55,5% halen, hetgeen betekent dat er nog veel ruimte is voor verbetering. Nederland scoort beter dan België, met een percentage van 60% tegenover 51%. Verder is ook op te merken dat de Belgische jaarverslagen slechts in 47% van de gevallen een score halen hoger dan 50%. In Nederland ligt dit percentage, met 67% van de gevallen, aanzienlijk hoger. KBC, goed voor 79%, haalde voor België de hoogste score, voor Nederland was dit ASML met een percentage van 78%. Deze twee jaarverslagen worden nader geanalyseerd. Ondanks de simulaties bleef KBC het best scoren voor België, in Nederland

was dit niet het geval voor ASML. SNS REAAL en FUGRO scoorden namelijk in twee van de vier gevallen beter.

Om af te sluiten wordt aan de hand van de besproken resultaten getracht een opsomming te geven van enkele aanbevelingen. Deze hebben betrekking op die kwaliteitscriteria waarop door de ondernemingen slecht is gescoord, en zijn in principe dus verbeterpunten waaraan nog dient gewerkt te worden om te komen tot een kwalitatieve risicorapportering zoals die door de gebruikers wordt gewenst.

# Inhoudsopgave

Voorwoord

Samenvatting

Inhoudsopgave

<b>1. Probleemstelling en werkwijze</b> .....	<b>- 10 -</b>
1.1 Praktijkprobleem: omschrijving en situering.....	- 10 -
1.2 Onderzoeksdoelen en centrale onderzoeksvraag.....	- 12 -
1.3 Methodologie en deelvragen.....	- 14 -
1.4 Onderzoeksvragen .....	- 16 -
<b>Deel I: Literatuurstudie</b> .....	<b>- 18 -</b>
<b>2. Risico</b> .....	<b>- 18 -</b>
2.1 Definitie.....	- 18 -
2.2 Risicocategorisering .....	- 19 -
2.2.1 Financiële risico's .....	- 19 -
a) Marktrisico .....	- 20 -
b) Kredietrisico .....	- 20 -
c) Liquiditeitsrisico .....	- 21 -
2.2.2 Operationele risico's .....	- 21 -
2.2.3 Wet- en regelgeving .....	- 21 -
2.2.4 Strategische- en reputatierisico's.....	- 22 -
<b>3. Risicorapportering</b> .....	<b>- 23 -</b>
3.1 Definitie .....	- 23 -
3.2 Belang van risicorapportering.....	- 25 -
3.3 Invloed van sector op risicorapportering van een onderneming ..	- 27 -
3.4 Regelgeving in België & Nederland met betrekking tot risicorapportering .....	- 28 -
3.4.1 Regelgeving in België .....	- 28 -
3.4.2 Regelgeving in Nederland .....	- 30 -
3.4.3 Andere regelgevingen .....	- 33 -



<b>4. Risicomanagement</b> .....	<b>- 37 -</b>
4.1 Definitie .....	- 37 -
4.2 Organiseren van risicomanagement in de onderneming.....	- 38 -
4.3 COSO - ERM .....	- 38 -
<b>Deel II: Lijst van kwaliteitscriteria</b> .....	<b>- 40 -</b>
<b>5. Criteria voor kwaliteit</b> .....	<b>- 40 -</b>
5.1 Definitie van kwaliteit .....	- 40 -
5.2 Dimensies van kwaliteit .....	- 41 -
5.3 Meten van kwaliteit van financiële verslaggeving .....	- 41 -
5.4 Meten van kwaliteit van risicorapportering .....	- 42 -
5.4.1 Kwaliteitscriteria betreffende informatie - elementen .....	- 43 -
5.4.1.1 Kwaliteitscriteria in nationale wet- en regelgevingen.....	- 43 -
a) België .....	- 44 -
b) Nederland .....	- 44 -
c) IASB .....	- 45 -
d) COSO .....	- 46 -
e) BASEL .....	- 46 -
f) E.U. ....	- 47 -
g) Verenigde Staten .....	- 47 -
h) Corporate governance .....	- 48 -
5.4.1.2 Kwaliteitscriteria in internationale studierapporten .....	- 49 -
5.4.1.3 Kwaliteitscriteria in prijzen voor financiële verslaggeving .....	- 54 -
5.4.2 Kwaliteitscriteria betreffende infrastructuur rond risicorapportering .....	- 56 -
5.5 Lijst van kwaliteitscriteria .....	- 57 -
5.6 Samenvatting .....	- 57 -
<b>6. Onderzoek onder financieel analisten</b> .....	<b>- 59 -</b>
6.1 Gebruik van risico - informatie in het jaarverslag .....	- 59 -
6.2 Resultaten van het gebruikersonderzoek .....	- 60 -
6.2.1 Kenmerken van de analisten .....	- 60 -
6.2.2 Het belang van risico - informatie in het jaarverslag .....	- 61 -
6.2.3 Beoordeling lijst van kwaliteitscriteria .....	- 62 -
6.2.3.1 Risico's en risicomanagement .....	- 62 -
6.2.3.2 Overige aanbevelingen .....	- 62 -
6.2.3.3 Aanpassing lijst van kwaliteitscriteria .....	- 63 -

6.3 Samenvatting .....	- 64 -
<b>Deel III: Empirisch onderzoek .....</b>	<b>- 66 -</b>
<b>7. Onderzoek risicorapportering in het jaarverslag .....</b>	<b>- 66 -</b>
7.1 Opzet .....	- 66 -
7.1.1 Onderzochte ondernemingen .....	- 66 -
7.1.2 Kwaliteitsmeting.....	- 68 -
7.2 Resultaten van het empirisch onderzoek .....	- 69 -
7.2.1 Resultaten per informatie - element .....	- 69 -
7.2.1.1 Relevante informatie over de onderneming .....	- 69 -
7.2.1.2 Informatie met betrekking tot risicomanagement .....	- 72 -
7.2.1.3 Informatie met betrekking tot risico's van de onderneming ..	- 82 -
7.2.1.4 Wijze van presentatie van de risico - informatie .....	- 93 -
7.2.2 Resultaten per onderneming .....	- 95 -
7.2.2.1 Nadere analyse van de twee beste jaarverslagen .....	- 95 -
Simulaties .....	- 99 -
7.3 Samenvatting .....	- 102 -
<b>8. Aanbevelingen .....</b>	<b>- 104 -</b>
8.1 Informatie met betrekking tot risicomanagement .....	- 105 -
8.2 Informatie met betrekking tot risico's van de onderneming .....	- 109 -
8.3 Wijze van presentatie van de risico - informatie .....	- 109 -
<b>9. Conclusies en slotbeschouwingen .....</b>	<b>- 111 -</b>

**Literatuurlijst**

**Bijlagen**

## **1 Probleemstelling en werkwijze**

Mijn eindverhandeling handelt over de kwaliteit van de risicorapportering in het jaarverslag. Ik geef in deze omschrijving van de onderzoeksstrategie allereerst het praktijkprobleem aan. Hieruit leid ik de centrale onderzoeksvraag en de doelen van mijn thesis af. Verder geef ik aan hoe ik deze centrale vraag tracht te beantwoorden door gebruik te maken van diverse deelvragen en de daarbijhorende methodologie. Om af te sluiten worden de beperkingen van het onderzoek aangegeven.

### **1.1 Praktijkprobleem: omschrijving en situering**

Internationaal is de interesse voor risicorapportering enorm gestegen (Dobler, 2005). Ondernemingen krijgen dan ook te maken met een hele reeks aan risico's afkomstig uit verschillende bronnen (Deumes, 2005). Niet alleen verschillende belangrijke faillissementen van de voorbij jaren hebben het belang van enkele risico's en onzekerheden doen inzien (Solomon et al. , 2000), ook de recente kredietcrisis waarmee we geconfronteerd worden maakt ons hier weer van bewust en doet de vraag naar meer transparantie in het jaarverslag stijgen.

De stakeholders van een onderneming gaan ervan uit dat zij de nodige informatie met betrekking tot het risico dat een onderneming loopt kunnen terugvinden in het jaarverslag. De wetgever heeft getracht hieraan te voldoen door de externe verslaggeving van de ondernemingen zo informatief en volledig mogelijk te maken aan de hand van regelgevingen met betrekking tot risicoverslaggeving. De praktijk leert ons echter dat de wet, wat de risicorapportering betreft, niet in zijn opzet is geslaagd. Dat blijkt uit verschillende onderzoeken die aantonen dat het risicorapport in het jaarverslag te wensen over laat.

Zo gaf Deumes (2005) in zijn "reporting on risk and control" al aan dat er in het jaarverslag weinig of zelfs geen indicatie wordt gegeven van de diverse risico's die de onderneming loopt. Dit sluit aan bij hetgeen Shrand en Elliot (1998) eerder al beweerden. Volgens hen bevat het jaarverslag te

weinig informatie over risico's en onzekerheden waarop men zich kan baseren bij het nemen van investeringsbeslissingen.

In Controllers magazine haalde ook De Groot(2006) het probleem aan in zijn artikel "accounting for risks". Het artikel baseerde hij op een uitspraak van het Financieel Dagblad die luidde: "jaarverslagen zijn te vaag over risico". Nochtans, gaf hij verder nog aan, is er door de groeiende vraag naar meer transparantie over de strategische doelstellingen, een stijgende interesse voor de risicorapportering.

Opvallend nog zijn enkele berichtgevingen op de website van De Accountant. De Bos en Visser (2003) hebben het in hun artikel over een onderzoek, uitgevoerd door het Limperg instituut, waarin wordt geconcludeerd dat jaarverslagen slechts de helft van "informatie-elementen" bevatten waarover financieel analisten willen beschikken voor het beoordelen van de financiële prestaties van een onderneming. Vertrekkende van dit resultaat onderzochten De Vos en Vissers (2003) de jaarverslagen van de 47 AEX- en AMX-fondsen. Uiteindelijk hebben ook zij kunnen besluiten dat deze onvoldoende informatie verschaffen over de corporate governance-structuur en het risicoprofiel van de onderneming. Ze vertellen dat zelfs wanneer er risico's worden vermeld, deze zich veelal beperken tot de financiële en verzekerbare risico's. Het is dus aan de gebruiker van het jaarverslag zelf om te deduceren dat bepaalde risico's die de onderneming loopt een dramatisch effect kunnen hebben op de waarde van deze onderneming. Bovendien worden de belangrijkste bedrijfsrisico's meestal niet als zodanig in het jaarverslag beschreven maar moeten deze vooral blijken uit de beschrijvingen van maatregelen die zijn genomen teneinde de negatieve gevolgen van deze risico's te beperken.

Diverse andere artikelen kaarten hetzelfde probleem steeds weer aan. Zo een artikel van Koolstra en De Groot (2006) waarin word beweerd dat de huidige risicoparagraaf in het jaarverslag zeer verwarrend is. Zij kwamen tot dit besluit nadat er onderzoek was gedaan bij dertig Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Deze bedrijven gaven aan dat er nogal wat onduidelijkheid bestaat rond het risicorapport in het jaarverslag. Dit geeft aan dat de ondernemingen de inhoud van het risicoverslag op verschillende manieren formuleren, er geen vergelijking tussen de

verschillende ondernemingen mogelijk is en interpretatie door de stakeholders praktisch onmogelijk wordt.

In tegenstelling tot hetgeen hierboven vermeld is, stelt Huybrechts (2007) vast dat er sinds 2002 een stijging van de risicorapportage is waar te nemen. We zouden er dus van moeten uitgaan dat er na vijf jaar een betere manier van risicorapportering zou moeten zijn bereikt. Diverse andere onderzoeken spreken dit tegen en net daarom is een onderzoek naar de kwaliteit van de risicorapportering in het jaarverslag zo belangrijk.

## **1.2 Onderzoeksdoelen en centrale onderzoeksvraag**

Zoals hierboven weergegeven is er, ondanks de vele negatieve berichten over risicorapportering, ook een positieve trend waar te nemen. Dit heeft dan ook de aanleiding gegeven tot het eerste doel dat ik met dit onderzoek nastreef. Het gaat over het verkrijgen van inzicht in de kwaliteit van de risicorapportering in het jaarverslag van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Ik wil met andere woorden te weten komen wat kwaliteit eigenlijk is en wat de kwaliteit bepaalt van de risicorapportering. Kwaliteit bekijk ik hierbij zoals Jonas en Blanchet (2000) in termen van behoeften van gebruikers van de risicorapportering. In de context van de aandeelhoudersbescherming stellen zij namelijk :

“ quality Financial reporting is full and transparant Financial information that is not designed to obfuscate or mislead users ”.

Het tweede doel van dit onderzoek omvat het zoeken naar manieren om de kwaliteit van het risicoverslag te verbeteren. Een kwalitatief goede verslaggeving onderbouwt namelijk de juiste besluitvorming door stakeholders. Door de betere transparantie zijn stakeholders beter in staat adequate afwegingen te maken tussen risico's en rendementen, waardoor de optimale werking van de kapitaalmarkt wordt bevorderd (Hoogendoorn en Mertens, 2001).

De resultaten van dit onderzoek zijn, zoals ik aan het begin al aanhaalde, voornamelijk bedoeld voor de gebruikers van de jaarverslagen. Volgens Revsine, Collins en Johnson (2002) bestaan er vijf groepen gebruikers van financiële informatie: de aandeelhouders en investeerders, managers en werknemers, de geldschieters en leveranciers, klanten en de regering en

wetgevende instanties. Elk van deze groepen gebruikt het risicorapport op een andere manier.

De aandeelhouders en investeerders maken de grootste en belangrijkste groep uit waardoor ik besloot me in dit onderzoek ook op hen richten. Zij gebruiken de informatie uit het jaarverslag om te bepalen of er al dan niet in een aandeel zal worden geïnvesteerd. Belangrijk hierbij zijn de risico's en kansen die de aandelenkoersen beïnvloeden. Het kan gaan om een systematisch risico waaraan alle ondernemingen van een bepaalde industrie onderhevig zijn. Anderzijds kan het gaan om een waarmee één bedrijf te maken krijgt, en dat niet geldt voor de gehele industrie ( Ross et al, 2002). Met behulp van een portefeuille aan aandelen kan men dit laatst genoemde risico diversifiëren, waardoor enkel nog het systematisch risico overblijft dat niet kan worden weggewerkt. Aandeelhouders en investeerders die niet diversifiëren willen dus graag via het risicorapport in het jaarverslag op de hoogte worden gebracht van het risico dat ze lopen, opdat ze hun verwachte winsten kunnen inschatten.

Dit onderzoek is echter ook in belangrijke mate relevant voor de verschaffers van de informatie in de risicorapporten. Het zou hen kunnen aantonen welke mogelijkheden er zijn tot verbetering van hun verslaggeving. Deze verbeteringen zijn ook voor hen van groot belang daar ze een betere transparantie zouden kunnen bieden, hetgeen vele voordelen met zich mee kan brengen. Er zijn namelijk verschillende onderzoeken geweest die bevestigden dat een hogere kwaliteit van informatieverschaffing leidt tot een lagere vermogenskost voor de onderneming, zowel kosten van vreemd vermogen als van eigen vermogen (Healy e.a. , 1999). Slecht presterende ondernemingen zullen overigens over het algemeen geen baat hebben bij een matige transparantie. Als op een later moment blijkt dat men eerder negatieve informatie heeft verhuld, dan is de reactie van de aandelenmarkt zeer negatief (Hoogendoorn en Mertens, 2001).

Voor de wetgever, die als verantwoordelijke voor de kwaliteit van de verslaggeving kan worden aangestipt, levert dit onderzoek ook het nodige inzicht in de problematiek die er hedendaags bestaat rond risicorapportering.

Volgend uit de hierboven besproken doelen en het eerder aangehaalde praktijkprobleem wordt de volgende onderzoeksvraag centraal gesteld:

***"Wat is de kwaliteit van het risicorapport in het jaarverslag van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde bedrijven? "***

Deze centrale onderzoeksvraag zal aan de hand van verschillende deelvragen die hieronder opgenomen zijn beantwoord worden.

### **1.3 Methodologie en deelvragen**

Vooraleer er zal worden overgegaan tot de uitwerking van het onderzoek naar de kwaliteit van risicorapportering zal er met een literatuurstudie worden getracht theoretisch inzicht te verkrijgen in het onderwerp van mijn eindverhandeling.

Dat doe ik aan de hand van de volgende deelvragen:

- *Wat verstaan we onder risico en risicorapportering?*
- *Wat zijn de verschillende risicocategorieën waarover bedrijven kunnen publiceren?*
- *Zijn er verschillen tussen sectoren op het vlak van risicorapportering?*
- *Welke regelgevingen bestaan er met betrekking tot risicorapportering?*

Er zal dus worden duidelijk gemaakt wat we moeten verstaan onder het begrip risico en risicorapportering, maar ook regelgevingen met betrekking tot het rapporteren van risico's in het jaarverslag worden toegelicht. Wat de regelgevingen betreft zal ik op zoek gaan naar Belgische en Nederlandse wetten, maar ook internationale wetten die voor de beide landen gelden. Ik doe dit omdat een kwalitatief goede regelgeving tot een kwalitatief goede verslaggeving zou moeten leiden (Hoogendoorn en Mertens, 2001). Ik ga dus niet alleen op zoek naar de inhoud van de regelgevingen, maar ook naar de afdwingbaarheid en handhaving ervan.

De bronnen die voor deze literatuurstudie aangewend werden zijn vooral van primaire aard. Ik heb het dan over wetenschappelijke boeken, monografieën en wetenschappelijke tijdschriften. Deze bronnen zijn opgezocht via catalogi van diverse bibliotheken. Het gebruik van EBSCOhost en Bronco is in dit geval zeer toepasselijk. Om zo veel mogelijk informatie te bekomen

werden verder ook zoekmachines op het internet zoals Google en Altavista toegepast. Verder kwamen ook secundaire bronnen zoals encyclopedieën aan bod komen.

Het eigenlijke onderzoek wordt opgesplitst in drie hoofdfasen. Ik baseer me hierbij op de opzet van een onderzoek naar de kwaliteit van de externe financiële verslaggeving in Nederland dat door Hoogendoorn en Mertens (2001) werd uitgevoerd. Zij inventariseerden eerst enkele kwaliteitscriteria, deden daarna een onderzoek onder analisten en sloten af met een onderzoek van de jaarverslagen. Deze manier van werken is wat het onderwerp van dit onderzoek betreft zeer toepasselijk.

Aan de hand van de volgende deelvragen tracht ik de eerste fase te voltooien:

- *Wat is kwaliteit?*
- *Welke kwaliteitscriteria kunnen we voor het analyseren van de risicorapportering gebruiken?*

Alvorens ik op zoek ga naar kwaliteitscriteria voor risicorapportering zal ik dus ook hier nog gebruik moeten maken van een literatuurstudie. De werkwijze die hierboven werd opgegeven zal ook hier herhaald worden. Wat betreft de zoektocht naar de kwaliteitscriteria zal ik gebruik maken van de volgende bronnen :

- internationale wet - en regelgevingen;
- internationale studierapporten;
- criteria voor verslaggevingprijzen.

De tweede fase betreft het bevragen van bevoorrechte getuigen, in dit geval zijn dat financieel analisten. Zij werden gekozen omdat zij zowel de aandeelhouders als de investeerders vertegenwoordigen. Eerder zagen we al dat deze twee groepen samen het grootste gebruikersaantal van jaarverslagen uitmaakt. Net zoals bij het onderzoek van Hoogendoorn en Mertens (2001) zal er dus van de veronderstelling worden uitgegaan dat indien is voldaan aan de behoefte aan financiële informatie van deze groep stakeholders in het algemeen tevens zal zijn voldaan aan die van een andere groep.



Het gaat om een beperkte groep analisten waarbij een diepgaand onderzoek zal worden uitgevoerd. Ik ben hierbij op zoek gegaan naar hun oordeel over de in de eerste fase vastgestelde kwaliteitscriteria om uiteindelijk te kunnen besluiten welke criteria in het verdere onderzoek gediscrimineerd zouden kunnen worden.

De volgende deelvragen hebben betrekking op deze fase van het onderzoek:

- *Welke risico-informatie is voor analisten van belang in het kader van hun besluitvorming?*
- *Wat is het gebruik, door analisten, van een jaarverslag en de daarin verwerkte risicorapportering?*
- *Welke kwaliteitscriteria voor risicorapportering kunnen zij aanhalen?*

Om te eindigen zal er een onderzoek van financiële verslagen worden uitgevoerd waarbij de eigenlijke meting van de kwaliteit van de risicorapportering zal plaats vinden. Het betreft een empirisch onderzoek naar de praktijk van risicorapportering in jaarverslagen uitgegeven over het jaar 2008 door Nederlandse en Belgische beursgenoteerde bedrijven. Ik betrek hierbij 15 beursgenoteerde Belgische ondernemingen en 15 beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen. Ik stelde op basis van de resultaten van deze fase een rangschikking op van de verschillende ondernemingen. De risicorapporteringen van de betere ondernemingen werden nader bestudeerd om op zoek te gaan naar "best ^practices".

#### **1.4 Beperkingen van het onderzoek**

Zoals dat bij elk onderzoek het geval is, kan ik ook bij dit onderzoek enkele beperkingen aanduiden.

Ik baseer me in dit onderzoek enkel op een aantal beursgenoteerde ondernemingen in België en Nederland. Het is ten eerste dus niet maatgevend voor alle soorten ondernemingen. We zouden kunnen stellen dat de kwaliteit van risicorapportering in de jaarverslagen van niet-beursgenoteerde ondernemingen lager is daar de noodzaak tot communicatie met stakeholders veel lager is. Louwrier, Langendijk en Hoogendoorn (1997) hebben dit aan de hand van een onderzoek kunnen besluiten. De conclusies die ik dus uit dit

onderzoek trek zullen niet representatief zijn voor de risicorapportering in de jaarverslagen van middelgrote en kleine ondernemingen.

Verder koos ik er ook voor slechts de financieel analisten te bevragen. Naar mijn mening zal dit niet veel gevolgen hebben voor de resultaten van mijn onderzoek. Ik gaf eerder al de veronderstelling aan dat als voldaan is aan de behoefte aan financiële informatie van deze groep stakeholders, in het algemeen tevens zal zijn voldaan aan die van een andere groep. Wel kan ik het feit dat slechts enkele analisten zullen bevraagd worden als beperking aanstippen. Een beperking echter die ook niet veel gevolgen met zich meedraagt, in die zin dat het niet gaat om enquêtes maar om diepgaande gesprekken. Het bevragen van nog meer analisten zou dus geen toegevoegde waarde met zich meebrengen.

De belangrijkste beperking betreft het feit dat het door een gebrek aan middelen onmogelijk is alle jaarverslagen perfect gedetailleerd te bestuderen. Dit is dan ook de reden waarom er in de jaarverslagen vaak naar letterlijke vermeldingen werd gezocht om de criteria te beoordelen. In hetzelfde verband moet er onthouden worden dat de kwaliteit van het risicorapport in grote mate ook afhankelijk is van de persoonlijke kenmerken van de lezer. Daar waar ervaren lezers al sneller de nodige informatie terugvinden in het jaarverslag, zullen beginners veel meer op zoek gaan naar letterlijke vermeldingen van hun informatie-eisen.

Ook het werken met de criteria op zich zal beperkingen met zich meebrengen. Enkele van de criteria uit de lijst zijn moeilijk letterlijk te beoordelen, waardoor er zelf zal moeten worden ingeschat of er al dan niet aan voldaan is. Hierdoor werd er op enkele informatie-elementen een hoge score behaald, terwijl de ene manier waarop het werd gerapporteerd veel informatiever is dan de andere. Om de invloed van zulke criteria op de gemiddelde eindscore na te gaan werden enkele simulaties uitgevoerd.

# **Deel I: Literatuurstudie**

## **Hoofdstuk 2: Risico**

In dit hoofdstuk wordt er dieper ingegaan op de betekenis van risico in dit onderzoek. Allereerst wordt er een definitie gegeven van het begrip om daarna over te gaan tot een risicocategorisering die ons de belangrijkste risicovormen zal aangeven.

### **2.1 Definitie**

Risico is een relatief begrip dat moeilijk eenduidig gedefinieerd kan worden, waardoor er dus ook verschillende definities van terug te vinden zijn in de literatuur. De verscheidene begripsomschrijvingen kunnen echter in grote mate worden opgesplitst in twee groepen: de eenzijdige -en tweezijdige definitie.

De tweezijdige definitie van risico poneert dat risico niet alleen bedreigingen inhoudt, ook de kansen en mogelijkheden die er het gevolg van kunnen zijn zijn relevant. Onder andere Shrand en Elliot (1998) zijn voor deze opvatting te vinden. Zo stellen zij dat risico niet alleen moet worden geassocieerd met een mogelijkheid tot verlies, maar dat er zeker ook sprake kan zijn van een positief risico. Het COSO Enterprise Risk Management (ERM) raamwerk is ook op die tweezijdige definitie gestoeld. Dit positieve risico vereist echter geen verplichting tot rapportering aangezien verwacht kan worden dat de ondernemingen hier sowieso vrijwillig toe over zullen gaan.

Bij de eenzijdige definitie wordt alleen gekeken naar de negatieve zijde van het risico. Dit is de visie die aan de grondslag ligt van de accounting- en auditstandaarden op het vlak van risicorapportering. Uit een vroeger onderzoek van March en Shapira (1987) blijkt dat de meeste mensen risico associëren met negatieve gevolgen. Dit is dan ook onmiddellijk de reden waarom ik mij in dit onderzoek baseer op deze eenzijdige definitie. Ook Knechel (2001) sluit zich bij deze keuze aan. Hij ziet risico als een dreiging die de kans vermindert dat een onderneming een of meerdere doelen bereikt. Interessanter echter is de zienswijze van Claes en Meerman (1991)

die risico definiëren als de mogelijkheid dat in een gegeven periode en situatie, positieve verwachtingen niet in vervulling gaan. Dit houdt enerzijds de onzekerheid in dat positieve verwachtingen niet in vervulling gaan, anderzijds het ontstaan van negatieve effecten. Het is deze eenzijdige definitie van risico die aan van toepassing zal zijn in dit onderzoek.

## **2.2 Risicocategorisering**

Net zoals er verschillende definities van risico kunnen worden onderscheiden, kunnen er verschillende manieren van risicoclassificatie teruggevonden worden. Het opsplitsen van risico's in diverse categorieën zorgt ervoor dat potentiële risico's beter kunnen geïdentificeerd, begrepen en gemonitord worden (Roth et al., 2002). Om de verschillende risico's die bedrijven rapporteren goed te kunnen analyseren is het nodig om een risicoclassificatie op te stellen. Met andere woorden dient er alvorens de risicoverslaggeving in detail te bestuderen, een onderscheid te worden gemaakt in de soorten risico's.

Het Committee Of Sponsoring Organisations (COSO) classificeert de risico's in vier soorten: strategisch, operationeel, rapportage (financiële verslaggeving), toezicht (wet- en regelgeving)(COSO, 2004). Het is een bewuste keuze deze manier van categorisering toe te lichten aangezien het om een veel gebruikte methode gaat.

In dit onderzoek zal ik echter de meer gedetailleerde classificering gebruiken die hieronder is toegelicht, daar ik de jaarverslagen op die manier beter kan beoordelen.

### **2.2.1 Financiële risico's**

Het betreft hier de onzekerheid die wordt veroorzaakt door de manier waarop de onderneming gefinancierd is. Wanneer een onderneming zich ook financiert met schulden dan moet ze intresten betalen hetgeen de winst vermindert die overblijft voor de investeerders.

Het is vooral ten aanzien van deze risico's dat er de laatste jaren enorme ontwikkelingen kunnen opgemerkt worden. Niet alleen zijn het aantal

financiële risico's toegenomen als gevolg van het aantal toegenomen financiële instrumenten. We zien ook dat risicomanagementtechnieken zich in de laatste jaren enorm hebben ontwikkeld.

De term financiële risico's is met andere woorden een zeer algemene term die onder andere kan onderverdeeld worden in een marktrisico, kredietrisico en een liquiditeitsrisico.

**a) Marktrisico**

Het marktrisico is het risico op negatieve gevolgen van prijswijzigingen in de reële waarde van financiële instrumenten (Servaes en Tufano, 2006). Dit kan het gevolg zijn van schommelingen in wisselkoersen, rentepercentages, vastgoedprijzen en aandelenkoersen. Het risico dat gepaard gaat met het rentepercentage is het risico dat vaste inkomsten ten gevolge van een verandering in het rentepercentage, zullen dalen (Crouhy et al, 2006). De risico's gerelateerd aan de aandelenkoersen zijn de risico's die gepaard gaan met de volatiliteit van de aandeelprijzen. Met betrekking tot het wisselkoersrisico stelt Soenen L.A (1980) dat een actief- of passiefpost of een inkomensstroom aan een wisselkoersrisico is blootgesteld wanneer een fluctuatie in de wisselkoers hun waarde, uitgedrukt in de valuta van de moedermaatschappij, wijzigt.

**b) Kredietrisico**

Het kredietrisico houdt de mogelijkheid in dat de betalingen van contractuele verplichtingen niet vervuld worden door de tegenpartij, waardoor de andere partij een verlies te verwerken krijgt (Duffie en Singleton, 2003). Dit betekent dus dat er nooit absolute zekerheid bestaat dat de debiteur zijn verplichtingen zal nakomen en de geleende sommen zal terugbetalen.

Om deze vorm van risico te vermijden is het voor een kredietverlener nodig een grondige analyse uit te voeren van de onderneming (kredietnemer), maar ook zeker voldoende kennis te hebben over de bedrijfsleiders en de economische omgeving. Wanneer deze vorm van risico in het risicorapport wordt toegelicht kunnen de kredietverleners een beter begrip van de

onderneming ontwikkelen en betere beslissingen nemen, hetgeen de kapitaalmarkt alleen maar kan bevorderen.

### **c) liquiditeitsrisico**

Men kan in een onderneming worden geconfronteerd met de onmogelijkheid de ingezamelde deposito's terug te betalen door een gebrek aan liquide middelen.

Cabedo en Tirado (2004) stellen dat wanneer een onderneming niet in staat is te voldoen aan de betalingsovereenkomsten die werden gemaakt met investeerder, er een grote kans is op een liquideitsrisico.

### **2.2.2 Operationele risico's**

Een operationeel risico ontstaat als interne processen, mensen of systemen niet toereikend zijn of falen, of door gebeurtenissen die van buiten komen (Basel committee, 2005). Het spreekt dus voor zich dat deze risico's moeilijk te identificeren zijn en een invloed hebben op de gehele onderneming.

Deze vorm van risico gaat ook hand in hand met de inkomstenstroom van de onderneming. Is deze onzeker, zal er ook bij de beleggers sprake zijn van een onzekere inkomstenstroom en een hoger operationeel risico.

### **2.2.3 Wet - en regelgeving**

Tal van potentiële risico's voor de ondernemingen zijn het gevolg van de wet - en regelgevingen. Een onderzoek uitgevoerd door Meijaard J. (2006) kan hiermee in verband worden gebracht. Hij geeft als voorbeeld het ontslagrecht aan. Dit kan voor een ondernemer betekenen dat het risicovol is een werknemer aan te nemen. Dit komt doordat bij een tegenzittende markt een onderneming, door het ontslagrecht, moeilijk kan krimpen (door werknemers te ontslaan). De ondernemer verkiest dus minder snel iemand aan te nemen, wat ook onmiddellijk de groei van het bedrijf beperkt.

Hij heeft verder ook aangetoond dat wet -en regelgevingen door ondernemingen als een van de grootste knelpunten worden ervaren.

#### **2.2.4 Strategische en reputatierisico's**

De strategische risico's hebben te maken met de risico's die gepaard gaan met de strategische beslissingen van een onderneming. Zo zegt Crouhy (2006) dat deze vorm van risico verwijst naar een significante investering voor de welke een hoge onzekerheid bestaat met betrekking tot het uiteindelijke verloop ervan. Als voorbeeld kan er worden gesteld dat een bepaalde onderneming op het gebied van fotografie veilig probeert te handelen en verkiest niet te innoveren in de digitale technieken. Deze beslissing blijkt uiteindelijk te leiden tot een verlies van klanten en dus ook van contributiemarge.

Een reputatierisico wordt meestal beschouwd als een afgeleid risico dat ontstaat wanneer belanghebbende partijen of de buitenwereld kennis nemen van een welbepaald operationeel voorval en er een groot belang aan hechten (Dupont, 2007). Zo kan een onderneming door een slechte dienstverlening na verkoop minder goede klantenrelaties hebben en een verslechterde reputatie.

De twee hierboven besproken risico's worden vaak samen bekeken (Crouhy et al., 2006). De klanten zorgen door hun perceptie van een onderneming voor een slechte of goede reputatie. Deze perceptie is voor een groot deel afhankelijk van de strategische beslissingen van de ondernemingen, die positieve of negatieve gevolgen hebben voor de klanten. Met andere woorden is het dus vrij logisch dat verkeerde strategische beslissingen zullen leiden tot ontevreden klanten en een slechte reputatie (Korsten, 2007).

### **3 Risicorapportering**

In dit hoofdstuk wordt er allereerst ingegaan op de definitie van risicorapportering en de rol van de agency theorie in dit onderwerp. Nadien probeer ik het belang van risicorapportering aan te geven. Het hoofdstuk wordt afgesloten door de invloed aan te tonen van sector en grootte op de risicorapportering van een onderneming.

#### **3.1 Definitie**

Aangezien aan het rapporteren van risico's de laatste jaren steeds meer aandacht werd geschonken, zijn ook hier verschillende definities van terug te vinden. Ze zijn echter alle in hetzelfde verband opgesteld, met name het risicorapport als essentieel deel van de jaarverslaggeving.

Zo definiëren Beretta en Bozzolan (2004) risicorapportering als " het communiceren van informatie over de strategie van een onderneming, karakteristieken, handelingen en andere externe factoren die een effect zouden kunnen hebben op het verwachte resultaat". Bromwich (1992) ziet het risicorapport als een informatiebron in een beslissingsmodel. Door dit rapport kan volgens hem de onzekerheid voor een groot gedeelte weggenomen worden.

In Nederland wordt risicorapportering vaak uitgelegd aan de hand van een opsplitsing in drie componenten (De Groot, 2006 ). De eerste component betreft het risicomangement. Uit diverse literatuur blijkt dat risicomangement een essentiële handeling is binnen een onderneming. Dit kunnen we besluiten uit de bewering van Ayres en Logue (2002) die stellen dat het belangrijk is dat een bedrijf op de hoogte is van de risico's die het loopt. Alleen dan zal men ze kunnen beheersen en controleren opdat men ze kan plannen en doen passen in de lange termijn bedrijfsstrategie. De overige twee componenten betreffen het beschrijven van het risicoprofiel van de organisatie en de "in -control statement". Het is belangrijk dat bij de beschrijving van het risicoprofiel niet wordt overgegaan tot een eindeloze opsomming van alle potentiële risico's. Het gaat erom dat de belangrijkste risico's worden aangestipt, samen met de wijze waarop door de onderneming op deze risico's wordt gereageerd.



De "in-control statement" (ICS) is een uitspraak van de organisatieleiding over de opzet, het bestaan en eventueel de werking van een (deel)systeem van risicomangement.

Deze drie componenten zouden in principe samen moeten leiden tot een betrouwbare informatiebron voor investeerders. Maar er dient rekening te worden gehouden met de zogenaamde agency theorie die stelt dat er zelden een perfecte informatiebron bestaat.

### **Agency theorie**

Deze door Jensen en Mecklin in 1976 gelanceerde theorie richt zich op de relatie tussen een manager of een groep leidinggevenden (the agent), met verplichtingen ten opzichte van één of meerdere eigenaar-aandeelhouders (the principal), omwille van een aanwezige economische relatie.

Er is geen zekerheid dat de agent in de beste belangen van de principaal zal handelen. In zekere mate kunnen we er zelfs van uitgaan dat de manager in het meest voorkomende geval opportunistisch zal handelen. Hierdoor is het noodzakelijk een bestuurssysteem op te stellen dat ervoor zorgt dat binnen de economische relatie de belangen van manager en eigenaar in dezelfde lijn liggen. Maar we kunnen twee problemen opmerken die optreden binnen zulke relaties. We kunnen enerzijds spreken over het agencyprobleem dat verwijst naar de moeilijkheden en de kosten van de eigenaar om na te gaan of de manager in het voordeel van de onderneming handelt, en niet in eigenbelang. Verder is er nog een probleem van risicodeling waarmee de verschillende houdingen, van manager en eigenaar, ten opzichte van risico's in rekening worden gebracht. Het is door dit verschil in houding dat er door de beide belanghebbenden anders zal worden gereageerd op bepaalde situaties.

Om deze uitleg nu concreet te stellen kunnen we uitgaan van het feit dat ondernemingen financiële middelen nodig hebben om hun ondernemingsactiviteiten te kunnen uitoefenen. Deze kunnen ze vinden bij de investeerders, die op hun beurt dan weer het "human capital" van de onderneming nodig hebben. Het gaat hier dus om twee partijen die samenwerken en als het ware risico delen.

Het agency probleem binnen deze theorie verwijst naar de moeilijkheid voor investeerders te verzekeren dat hun geld niet wordt verspild. Het gaat met andere woorden om een probleem dat ontstaat wanneer de doelen of wensen van de beide partijen verschillen en wanneer het voor de investeerders moeilijk is na te gaan wat de onderneming precies met zijn geld doet.

Dit agency probleem zou bij het interpreteren van informatie niet verwaarloosd mogen worden.

### **3.2 Belang van risicorapportering**

Om als onderneming tegemoet te komen aan de informatiebehoefte van stakeholders is een goede verslaggeving over alle elementen, inclusief risico, essentieel. Een goed begrip van informatie is onmisbaar om hieraan te voldoen. Informatie is volgens Gelinas et al. (2005) data gepresenteerd op een zulke manier dat deze bruikbaar is bij de besluitvorming. Deze informatie is volgens hen betrouwbaar als ze valide, accuraat, neutraal, compleet en verifieerbaar is. Valide informatie betreft informatie over werkelijke gebeurtenissen of werkelijke objecten. Over accuraatheid spreken we wanneer de informatie en de werkelijke gebeurtenis of het werkelijke object met elkaar overeenstemmen. Neutraliteit betekent dat er geen vooroordelen in de informatie betrokken zijn. Wanneer alle gegevens over relevante en werkelijke gebeurtenissen of objecten in de informatie verwerkt zijn kunnen we zeggen dat de informatie compleet is. Ten slotte kunnen we zeggen dat informatie verifieerbaar is wanneer tussen verschillende onafhankelijke bronnen met dezelfde maatstaven een hoge mate van overeenstemming heerst. Relevant is het als de informatie verschil kan maken bij het nemen van beslissingen door het verminderen van de onzekerheid over een bepaalde situatie of door de stijging van de kennis over een bepaald onderwerp.

Wanneer informatie niet aan de bovenstaande voorwaarden voldoet kan het zijn dat er op basis van de verkregen informatie een slechte beoordeling wordt gemaakt van de onderneming hetgeen grote economische consequenties zou kunnen hebben. Mertens en Hoogendoorn (2001) formuleren het als volgt: "Beslissingen van aandeelhouders beïnvloeden aandelenkoersen, beslissingen van obligatiehouders beïnvloeden obligatiekoersen, en beslissingen van

vreemd - vermogenverschaffers beïnvloeden soms direct het voortbestaan van een onderneming." Verder geven zij ook nog aan: "Kwalitatief goede verslaggeving onderbouwt de juiste besluitvorming door investeerders. Door de betere transparantie zijn investeerders beter in staat adequate afwegingen te maken tussen risico's en rendementen, waardoor de optimale werking van de kapitaalmarkt wordt bevorderd."

Binnen deze verslaggeving is in het bijzonder het rapporteren van risico's een handeling die na de belangrijke faillissementen van de voorbije jaren enorm in belang is toegenomen. Zoals we eerder al aangaven in de probleemstelling is hierdoor voor de investeerders een correctere waardering van de onderneming mogelijk.

Voor de onderneming zelf zou volgens onderzoek een betere risicorapporting geassocieerd gaan met een hogere analistendekking. Volgens Graham et al. (2005) zorgt het er namelijk voor dat het zoeken en vinden van informatie voor analisten goedkoper wordt. Analisten verzamelen en produceren een grote variëteit aan informatie om bedrijven te analyseren die ze volgen. Deze informatie gebruiken ze vervolgens om een advies uit te brengen aan huidige en mogelijke toekomstige aandeelhouders over de aan- en verkoop van een bepaald aandeel. Hierdoor stijgt de handel in aandelen. De stijging van de vrijgegeven informatie leidt anders gezegd tot een vermindering van de informatieasymmetrie, en dit zorgt volgens Verrecchia (1994) tot een verbetering van de liquiditeit van een aandeel.

Verder zorgt een goede rapportering voor een verminderde kans op een onderwaardering van de aandelen van het bedrijf. Analisten zijn door de beschikbare informatie in staat een goede waarde voor een bepaald aandeel te bepalen. Dit is een aanvulling op wat al eerder werd aangehaald als het belang van risicorapportering voor analisten.

Interessant is ook de zienswijze van Trueman (1986) die poneert dat de marktwaarde van een aandeel onder andere wordt bepaald door de mate waarin investeerders geloven dat een onderneming over de mogelijkheden beschikt om veranderingen te voorspellen en op deze te reageren. Als onderneming kan men via het risicorapport deze bekwaamheid bewijzen door te laten zien hoe men ontvangen informatie over veranderingen op de markt gebruikt en ook of ze daadwerkelijk inspeelt op deze veranderingen.

### **3.3 Invloed van de sector op de risicorapportering van een onderneming**

Omdat er bij het empirisch onderzoek gebruik zal worden gemaakt van de jaarverslagen van verschillende beursgenoteerde ondernemingen moeten de verschillen tussen deze bedrijven ook in ogenschouw genomen worden.

Volgens Botosan (1997) hebben verschillende industrieën over het algemeen verschillende niveaus van rapportering. Ook uit een onderzoek door Michiels A. (2007) werd hetzelfde geconcludeerd. Volgens Cook (1992) heeft dit te maken met het feit dat investeerders van de onderneming verwachten dat er informatie wordt gerapporteerd die gerelateerd is aan de industrie waarin ze zich bevindt.

Opvallend is dat de onderzoeken betreffende risicorapportering zich vooral richten op de financiële sector. De financiële ondernemingen hebben dan ook in belangrijke mate te maken met liquide activa zoals cash, deposito's en zekerheden waardoor ze sneller vatbaar zijn voor risicovolle gebeurtenissen zoals fraude. De financiële sector loopt verder ook ver vooruit op andere sectoren voor wat betreft kwantitatieve risicobeheertechnieken en -methodes zoals Value at Risk, Economic Capital, Risk-adjusted Return on Capital. Die voorsprong wordt niet enkel gedreven door de bedrijfseconomische en wettelijke (Basel II) drijfveren van de sector, maar kan eveneens verklaard worden door de vrij hoge kosten voor de implementatie en het onderhoud ervan waardoor kleinere bedrijven of bedrijven die niet in de financiële sector actief zijn, zich zullen weerhouden om deze te implementeren. Bovendien kampen deze laatsten eveneens vaak eveneens met een historische achterstand wat betreft de ontwikkeling van hun risicobeheer (Bouserie J., 2006).

In bepaalde bedrijven of sectoren, zoals de banksector (waar men voor de financiële crisis reeds vrij ver dacht te staan qua toepassing en maturiteit van het risicobeheerproces) is de rapportering merkkelijk beter. Dit is inderdaad geen toeval: een systematisch onderbouwd proces om de belangrijkste risico's te identificeren en in te schatten, is namelijk de enige manier om tot een betrouwbare en correcte risicorapportering te komen (Deutsche Bank, 2008)

Huybrechts (2007) ging ook op zoek naar de verschillen in sector op vlak van risicorapportering. Ook zij kwam tot de conclusie dat er in de financiële sector, om de redenen die hierboven genoemd zijn, over het algemeen sprake is van een betere risicorapportering. In de industriële sector merkte ze op dat circa 40% van de onderzochte bedrijven het goed deden op vlak van risicorapportering. Nog eens 40% scoorde dan weer slecht op hun risicorapportering. Het gaat dan voornamelijk om de sector van consumentenproducten en telecommunicatie die een opmerkelijk slechte rapportering van risico's vertonen.

### **3.4 Regelgevingen in België en Nederland met betrekking tot risicorapportering**

Het vooropstellen van regels door de overheid is een manier om de kwaliteit van de risicorapportering te beïnvloeden. Uit een onderzoek van Dobler (2005) is al gebleken dat risicorapporten die opgesteld zijn onder een regime van vrijwillige verslaggeving vaak maar van matige kwaliteit zijn. Dit zou wel een verklaring kunnen zijn voor de vele problemen die men op vlak van risicorapportering ondervindt.

Het is voornamelijk pas na de verschillende faillissementen uit het verleden dat er meer aandacht werd geschonken aan de opstelling van een effectieve regelgeving met betrekking tot risicorapportering. Op deze manier werd er getracht het vertrouwen op de financiële markt te herstellen.

Enkele regelgevingen verschillen voor België en Nederland, andere hebben dan weer een Europees toepassingsgebied waardoor ze voor de beide landen van toepassing zijn.

#### **3.4.1 Regelgevingen in België**

##### **Art 96,1<sup>o</sup> van het wetboek van vennootschappen**

*Het jaarverslag bevat ten minste een getrouw overzicht van de ontwikkeling en de resultaten van het bedrijf en van de positie van de vennootschap, alsmede een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee zij geconfronteerd wordt. Dit overzicht bevat een evenwichtige en*

*volledige analyse van de ontwikkeling en de resultaten van het bedrijf en van de positie van de vennootschap die in overeenstemming is met de omvang en de complexiteit van dit bedrijf.*

*In de mate waarin zulks noodzakelijk is voor een goed begrip van de ontwikkeling, de resultaten of de positie van de vennootschap, omvat de analyse zowel financiële als, waar zulks passend wordt geacht, niet-financiële essentiële prestatie-indicatoren die betrekking hebben op het specifieke bedrijf van de vennootschap, met inbegrip van informatie betreffende milieu- en personeelsaangelegenheden. In deze analyse omvat het jaarverslag, waar zulks passend wordt geacht, verwijzingen naar en aanvullende uitleg betreffende de bedragen in de jaarrekening.*

Uit deze wettekst kan worden afgeleid dat er over risico's dient gerapporteerd te worden. Het artikel heeft het echter niet over hoe, en in welke mate er dient te worden gerapporteerd.

Het spreekt voor zich dat dit voor veel verwarring zorgt bij de ondernemingen die uiteindelijk dit wetsartikel elk op een eigen manier zullen interpreteren. Vergelijkbaarheid tussen de risicorapporten van verschillende ondernemingen zal hierdoor niet gestimuleerd worden.

#### **Corporate governance code: Code Lippens voor beursgenoteerde ondernemingen**

Corporate governance is voornamelijk een antwoord op de agency theorie zoals die hierboven al werd uitgelegd. Het omvat diverse mechanismen die ernaar streven de belangen van diverse partijen op dezelfde lijn te brengen. Een manier om hieraan te voldoen is het opstellen van een corporate governance code.

Een corporate governance code bevat regels die ervoor zorgen dat vennootschappen worden gecontroleerd en bestuurd met het oog op waardecreatie op lange termijn. Er dient een evenwicht te zijn tussen ondernemerschap en controle, maar ook tussen prestatie en conformiteit met deze regels.

De regels van de code zijn veralgemeend opgesteld voor alle ondernemingen, waarbij dus geen rekening is gehouden met bepaalde specifieke kenmerken

ervan. Op deze inconsistentie speelt men in door de corporate governance code te baseren op een "pas toe of leg uit"-regel. Deze regel houdt in dat er met gegronde redenen dient te worden geargumenteed wanneer een onderneming zich niet houdt aan de principes die in de corporate governance code zijn opgenomen.

We kunnen in principe dus stellen dat het toepassen van de corporate governance code niet verplicht is maar door de druk van de markt zullen ondernemingen zich er wel aan houden. Deze marktdruk houdt het wantrouwen in dat kan ontstaan bij de investeerders wanneer een onderneming de code niet volgt. Dit wantrouwen zal pas wegebben naarmate de transparantie van het bedrijf toeneemt.

Om de corporate governance meer in verband te brengen met de risicorapportering dienen we te kijken naar de corporate governance praktijken die handelen over de verantwoording en transparantie. Deze zorgen ervoor dat het vertrouwen bij de investeerders groeit, met een lagere kost voor externe financiering als voordeel voor de ondernemingen.

In de Code Lippens voor beursgenoteerde ondernemingen vond ik enkele richtlijnen in verband met interne controle en risicobeheer. Deze richtlijnen kunnen als leidraad dienen voor de wijze waarop de vennootschap de bepaling van de vennootschap dient toe te passen of te interpreteren (Corporate governance Committee, 2004). Op basis van de waardecreatie op lange termijn waarnaar de Corporate governance code naar streeft, zegt de Code Lippens dat de Raad van Bestuur verantwoordelijk is voor het nastreven van lange termijn succes door ondernemend leiderschap en het beheren en inschatten van risico's. Ze dient zich uit te spreken over welke risico's een onderneming mag aangaan en dient toezicht te houden op het interne controlesysteem, waarvan het beheren van risico's deel van uitmaakt.

### **3.4.2 Regelgeving in Nederland**

#### ***Burgerlijk wetboek***

Ook in Nederland is men wettelijk niet verplicht specifiek te rapporteren over risico's. Er bestaat echter wel een wettelijke bepaling over

verslaggeving in het algemeen, maar deze gaat niet specifiek in op de risico's.

- **Art 2/362 lid 1**

Volgens Art 2/362 lid 1 BW moet de jaarrekening een zodanig inzicht geven dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent het vermogen en het resultaat van de rechtspersoon, alsmede voor zover de aard van een jaarrekening dat toelaat; omtrent de solvabiliteit en liquiditeit.

- **Art 2:391 BW lid 1**

Art 2:391 BW lid 1 geeft aan dat het jaarverslag een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden moet geven waarmee de rechtspersoon wordt geconfronteerd.

- **Art 2:391 BW lid 3**

In lid 3 van hetzelfde artikel vinden we dat ten aanzien van het gebruik van financiële instrumenten door de rechtspersoon en voor zover zulks van betekenis is voor de beoordeling van zijn activa, passiva, financiële toestand en resultaat de doelstellingen en het beleid van de rechtspersoon in zake risicobeheer moeten worden vermeld.

Verschillende redenen verklaren het bestaan van lid 3. Risicomanagement is volgens Solomon et al. (2000) essentieel voor de maximalisatie van aandeelhouderswaarde omdat risicobeheer net als doel heeft de winst te maximeren en tegelijk de kans op faling te verkleinen.

### ***Raad voor de Jaarverslaggeving***

Deze raad stelt de richtlijnen op voor de jaarverslaggeving in Nederlandse bedrijven en publiceert deze ook. Het doel is met de opgestelde richtlijnen een antwoord te geven op de vragen die zich vaak voordoen in de praktijk.

Hij probeert met andere woorden de regels die er bestaan met betrekking tot de jaarverslaggeving overzichtelijk en toegankelijk te maken. De richtlijnen hebben geen bindende kracht, maar kunnen worden gezien als



stellige aanbevelingen. Ervan afwijken is enkel mogelijk als er zeer gegronde redenen zijn.

Op het gebied van risicorapportering is afdeling 4 van deze richtlijnen voor het jaarverslag van toepassing. Meer specifiek zijn het de richtlijnen 105 en 114 die zich bezighouden met de risicorapportering. Richtlijn 105 vertelt: "Afhankelijk van de relevantie voor de gebruikers van de jaarlijkse verslaggeving kunnen voorts de volgende onderwerpen van belang zijn: marketing en distributie, innovatie, afhankelijkheid van grondstoffen, milieuaspecten van producten en productiemethoden, interne beheersing van processen en procedures, risicomangement, kwaliteitsbeheersing, informatievoorziening intern en extern, automatisering, financiering, sociale aspecten en ethische aspecten". Richtlijn 105 roept dus uitdrukkelijk op om informatie met betrekking tot risico's te rapporteren. Richtlijn 114 is een richtlijn die bedoeld is om artikel 2:391 lid 2 BW te verduidelijken. In lid 2 van dit artikel staat namelijk dat in het jaarverslag mededelingen worden gedaan omtrent de verwachte gang van zaken en in het bijzonder aandacht wordt besteed aan de investeringen, de financiering, de personeelsbezetting en aan de omstandigheden waarvan de ontwikkeling van de omzet en van de rentabiliteit afhankelijk is. Richtlijn 114 verdiept zich in de omstandigheden waarvan de ontwikkeling van de omzet en de rentabiliteit afhankelijk is. Het betreft hier namelijk interne en externe ontwikkelingen, zoals vooruitzichten en voornemens met de daarbij horende kansen en risico's. Impliciet zal de richtlijn 114 de risicorapportering aanmoedigen.

#### ***Corporate governance code: Code Tabaksblat***

De corporate governance rust op een tweetal essentiële voorwaarden: deugdelijk ondernemen en een goed toezicht op het ondernemen. Een goed ondernemerschap houdt in dat het bestuur integer en transparant handelt en dat er verantwoording wordt afgelegd over het uitgeoefende ondernemerschap.

Op 10 maart 2003 trad de Commissie Corporate Governance in werking. In 2003 werd door de Commissie de Nederlandse Corporate governance code gepubliceerd. Deze wordt aangewezen als de gedragscode waaraan de ondernemingen moeten voldoen. De code eist van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen onder andere dat het bestuur rapporteert over de werking van

het interne risicobeheersing -en controlesysteem. Wanneer de ondernemingen niet aan de eisen kunnen voldoen die in de code zijn opgenomen, zijn ze verplicht uit te leggen waarom. Dit betreft de zogenaamde "pas toe of leg uit" regel.

Verder legt de Code Tabaksblat ook nog een aantal principes vast die vervolgens worden uitgewerkt in best practice bepalingen. Deze scheppen een zekere normstelling voor bestuurders, commissarissen en aandeelhouders. Op het gebied van risicorapportering zijn een drietal best practices belangrijk. De eerste twee hebben betrekking op de taak en de werkwijze van het bestuur. De code eist hierbij dat een risicoanalyse van operationele en financiële doelstellingen plaatsvindt. Verder dient het bestuur te verklaren dat het interne risicobeheersing -en controlesysteem adequaat en effectief is met daarbij een duidelijke onderbouwing. Dit werd opgenomen omdat er een risicoanalyse nodig is alvorens men kan overgaan tot een verklaring over het systeem. Nog is er de bepaling die betrekking heeft op de taak en werking van de raad van commissarissen. Deze moet een keer per jaar de strategie en de risico's verbonden aan de onderneming bespreken. Daarnaast behandelt ze ook de beoordeling over de opzet en werking van het interne risicobeheersing -en controlesysteem, evenals de significante wijzigingen hierin. Bij al deze eisen wordt er dus gevraagd dat er een risicoanalyse plaats vindt, maar nergens vinden we de eis terug dat deze ook dienen te worden gerapporteerd.

### **3.4.3 Andere regelgevingen**

#### ***IFRS***

Zoals al is gebleken uit de hierboven opgenomen informatie met betrekking tot regelgevingen in België en Nederland, is er tussen de Europese landen een verschil in institutionele context rond jaarverslaggeving. Met het oog op harmonisatie en dus vergelijkbaarheid van jaarverslagen van de diverse Europese landen is het belangrijk Europese regelgevingen op te stellen die dit mogelijk maken. De International Financial Reporting Standards houden een internationale harmonisatie voor ogen en kunnen in dit verband dus ook aangehaald worden. Het is sinds 2005 dat deze afdwingbare standaarden van toepassing zijn op alle beursgenoteerde Europese ondernemingen.

Meest interessant is de IFRS 7, die we kunnen zien als een antwoord op de stijgende vraag naar meer transparantie met betrekking tot risico's. Deze standaard is in werking sinds 1 januari 2007. Het heeft als doel een uitgebreide toelichting te voorzien in het jaarverslag ten aanzien van financiële instrumenten, met een sterke focus op de risico's en de beheersingsmaatregelen die hiermee samenhangen (Kevelam & Ter Hoeven, 2008).

De invoering van deze standaard heeft alvast heel wat verbeteringen in de risicorapportering met zich meegebracht. Dat bleek uit een onderzoek dat uitgevoerd werd door Kevelam & Ter Hoeven (2008). Ze kwamen tot de conclusie dat er vooral een verbetering te zien is in de kwantitatieve toelichting op de financiële risico's. wat betreft de kredietrisico's dient een onderneming volgens IFRS 7 de maximale kredietblootstelling weer te geven, met een omschrijving van eventueel verkregen onderpanden die ter zekerheid dienen. Verder dient er, wanneer verstrekte kredieten zijn verlopen, een ouderdomsanalyse te worden gepresenteerd met een uitsplitsing van kredieten naar aantal maanden van verloop. Als het er niet naar uitziet dat een onderneming haar geld terugkrijgt, kunnen de kredieten worden afgewaardeerd. Ook hiervan dient uitgebreid te worden geïnformeerd. Allerlaatst voor deze vorm van financieel risico dient er nog een beoordeling van de algemene kredietkwaliteit te worden gegeven, aangezien dit zorgt voor meer inzicht in de kredietrisico's. Het zorgt er verder nog voor dat we de waarschijnlijkheid dat de kredieten in de toekomst zullen moeten afgewaardeerd worden, kunnen inschatten.

De IFRS 7 stelt verder dat er voor het liquiditeitsrisico een looptijdanalyse dient gepubliceerd te worden. Hierbij moeten de niet verdisconteerde kasstromen in tijdsvakken worden opgedeeld. Volgens het onderzoek zorgt dit ervoor dat er duidelijk wordt weergegeven hoe groot de uitgaande kasstromen zijn en in welke periode ze zullen plaatsvinden.

Het onderzoek lijkt ons dus in grote mate positieve uitkomsten te bieden. Wanneer ik me echter verder in het onderzoek verdiep, blijkt dat de IFRS 7 wel door de ondernemingen wordt toegepast maar niet geheel juist en volledig. Zo zien we ondernemingen waarbij de risico's en de beheersing van risico's niet volledig wordt uitgelegd.

IFRS 7, die hiervoor werd besproken richt zich op het risico verbonden aan financiële instrumenten. Verder zijn er bij de IFRS ook nog een aantal verwijzingen te vinden naar andere vormen van risico's. Er dient volgens deze standaard onder andere te worden gerapporteerd over de waarde van bepaalde activa wanneer er op het einde van het boekjaar onzekerheden worden vastgesteld met betrekking tot deze activa. Deze rapportering houdt in dat er dient te worden verteld vanwaar de onzekerheden afkomstig zijn, maar ook wat nu de precieze waarde van deze activa zijn.

Ook wanneer er voor de werknemers van de onderneming bepaalde voordelen in een plan worden gezet, waaraan we een bepaald risico kunnen koppelen, is het nodig over dit risico te rapporteren. In dit verband dient ook verslag te worden gegeven over het bedrag dat de werknemer aan dit plan bijdraagt (Huybrechts, 2007)

Het lijkt alsof de risicorapportering op Europees vlak goed geregeld is, waardoor een onderzoek naar de kwaliteit ervan haast onnodig lijkt. Niks is echter minder waar wanneer we in gedachte houden dat het juist, en volledig toepassen van deze standaarden een grote inspanning vergt van de ondernemingen. Zoals Kevelam & Ter Hoeven (2008) het ons vermelden is een kwalitatief goede rapportering geen logisch gevolg van een kwalitatief goede regelgeving. Een empirisch onderzoek, zoals dat verder nog zal uitgevoerd worden, is in dit verband dus zeker niet nutteloos.

### **Richtlijnen**

Binnen de Europese Unie wordt er erg naar harmonisatie gestreefd wat de financiële verslaggeving van de verschillende lidstaten betreft. Dit kan natuurlijk enkel worden verwezenlijkt wanneer er sprake is van een vergelijkbare regelgeving. Om hieraan te voldoen dienen de lidstaten bovenop de eigenlijke wetgeving van het land rekening te houden met reglementeringen die van toepassing voor alle landen die deel uitmaken van de Europese Unie.

Deze harmonisatie gebeurt door middel van richtlijnen. Een richtlijn is een akte die wordt vastgesteld door de Raad van Ministers en het Europees Parlement ( Van Hulle en Lybaert, 2005). Wanneer zulk een richtlijn is goedgekeurd dient ze in nationaal recht te worden omgezet.

In 2006 werd er door het Europese Parlement en de Europese Raad een richtlijn vastgesteld (Richtlijn 2006/46/EG) die de beursgenoteerde ondernemingen ervan verplicht om een verklaring inzake corporate governance op te nemen, hetzij in een specifiek deel van het jaarverslag, hetzij in een afzonderlijk verslag dat samen met het jaarverslag wordt gepubliceerd. In deze verklaring dient ook een beschrijving van de belangrijkste kenmerken van eventuele bestaande risicobeheersingssystemen opgenomen te worden.

## 4 Risicomanagement

### 4.1 Definitie

Louwman en Steens (1994) definiëren risicomanagement als het geheel van activiteiten en maatregelen, gericht op het beheersen van risico's waaraan de risico-objecten zijn blootgesteld. Dobler (2005) vindt dat risicomanagement een van de belangrijkste aspecten van risicorapportering is. Hij sluit zich hiermee aan bij de definitie van risicomanagement zoals Solomon (2000) die verwoorde. Deze gaat als volgt: "risicomanagement is een continu proces waarbij risicofactoren worden geïdentificeerd, risico's geanalyseerd, beslissingen worden genomen met betrekking tot het meten van de risico's en er controles worden gedaan op de effecten van al deze handelingen".

Door dit proces van risicomanagement wordt het mogelijk de nodige informatie voor de rapportering van risico's te leveren. Zonder risicomanagement kan er in principe geen sprake zijn van risicorapportering. Dit betekent echter niet dat een beter risicomanagement ook onmiddellijk een betere risicorapportering tot gevolg heeft. Een beter risicomanagement leidt namelijk niet alleen tot een beter begrip van de risico's, maar in bepaalde mate ook tot een beter verstand van de manier waarop een risicorapport kan worden gemanipuleerd naar de wensen van de gebruikers ervan (Dobler, 2005).

Over het algemeen is men het er weliswaar over eens dat het managen van risico's zorgt voor inzicht in de potentiële positieve en negatieve aspecten van alle factoren die de onderneming kunnen beïnvloeden. Er zullen betere besluiten genomen worden over de manier waarop de risico's het best aangepakt kunnen worden. Zo kan een onderneming er ondermeer voor opteren de risico's te vermijden, te accepteren of te controleren. Afhankelijk van de omstandigheden waarin men zich bevindt kan een andere aanpak van de risico's nodig zijn.

Dit alles is een reden waarom risicomanagement een onderwerp is dat volop in de belangstelling staat. Ook Solomon et al. (2000) is ervan overtuigd dat risicomanagement essentieel is voor de maximalisatie van de

aandeelhouderswaarde omdat het de maximalisatie van de winst voor ogen houdt terwijl de kans op faling wordt verkleind. Dit betekent dat een onderneming beschermd wordt tegen nadelige risico's terwijl er concurrentiële voordelen worden behaald.

#### **4.2 Organiseren van risicomanagement in de onderneming**

Heel vaak wordt gedacht dat risicomanagement synoniem staat voor verzekeren. Een verzekering is echter slechts een beperkte functie van probleemoplossing en vangt alleen de financiële gevolgen op. Om het risicomanagement effectief te organiseren in een onderneming dienen de verschillende onderdelen waaruit het bestaat in ogenschouw genomen te worden.

Het eerste onderdeel betreft een periodieke en systematische inventarisatie van de belangrijkste risico's die verbonden zijn aan de onderneming. Het tweede onderdeel omvat een inschatting van (a) de kans dat deze risico's zich voordoen en (b) de omvang van de (financiële) consequenties bij het optreden van deze risico's. Ten derde omvat risicomanagement het ontwikkelen van beleid gericht op het controleren en beheersen van de risico's en de mogelijke gevolgen daarvan. Tenslotte dient de werking van het risicomanagementsysteem te worden gecontroleerd. Integraal vormen deze aspecten de basis van het risicomanagementraamwerk van een onderneming (Mertens & Blij, 2008).

#### **4.3 COSO-ERM**

COSO (Committee Of Sponsoring Organisations of the Treadway Commission) hield zich ook bezig met zoeken naar manieren om het risicomanagement in een onderneming zo vlot mogelijk te laten lopen. Hiervoor werd een raamwerk ontwikkeld dat tegenwoordig alom gebruikt is om een eigen interne beheersingssysteem in te richten en te beoordelen. Het geeft een beschrijving van de sleutelcomponenten van risicomanagement en van de principes van risicomanagement die van toepassing zijn op alle soorten ondernemingen (Michiels 2008).

In 1992 verscheen het raamwerk " COSO-IC" (Internal Control), maar als reactie op het in toenemende mate uitvoeren van risicoanalyses als basis

voor de inrichting van de organisatie en het systeem van interne beheersingsmaatregelen werd in 2004 het raamwerk "COSO-ERM" (Enterprise Risk Management) geïmplementeerd.

Uit het raamwerk zoals het hieronder is weergegeven valt af te leiden dat het uit acht componenten bestaat en vanuit verschillende invalshoeken bekeken kan worden. Het kan worden toegepast op de onderneming als geheel, maar bijvoorbeeld ook op een aparte divisie binnen de onderneming (Michiels A., 2006). Dit bewijst de multifunctionaliteit en doordachtheid van het raamwerk.



**FIGUUR 1: COSO Enterprise Risk Framework.** Source: COSO (2004)

Door na te gaan of de acht componenten effectief aanwezig zijn en ook effectief functioneren, kan er worden vastgesteld of het risicomanagement van een organisatie "effectief" is. Wel is het belangrijk in het achterhoofd te houden dat de componenten niet op identieke wijze zullen functioneren binnen elke onderneming.



## **Deel II: Lijst van kwaliteitscriteria**

### **5 Criteria voor kwaliteit**

“kwaliteit” is binnen dit onderzoeksproject de centrale term. Het betreft een term die niet eenvoudig te definiëren valt door de abstracte en subjectieve aard van het concept. Allereerst besteed ik aandacht aan het begrip “ kwaliteit ”, en hoe deze kan worden gemeten. Op deze manier wordt het mogelijk om het kwaliteitsbegrip te operationaliseren en uiteindelijk te komen tot een lijst van kwaliteitscriteria.

#### **5.1 Definitie van kwaliteit**

Aangezien “kwaliteit” door elk op een andere manier kan worden omschreven, is het moeilijk er een eenduidige definitie van te vinden. Een omschrijving die echter in veel gevallen bruikbaar is gebleken en dus ook vaak van toepassing is, is de volgende:

“voldoen aan eisen en verwachtingen”.

In de context van mijn onderzoek is de kwaliteit van de risicorapportering gerelateerd aan de eisen en verwachtingen met betrekking tot deze verslaggeving van risico's. Het invullen van de informatiebehoeften van de stakeholders is met andere woorden dus belangrijk om hen op die manier de mogelijkheid te geven een goed oordeel te vormen van de financiële resultaten en financiële positie van de onderneming. Hoe beter dit oordeel mogelijk is, des te hoger is de kwaliteit van de verslaggeving (Mertens & Hoogendoorn, 2001). Evenwel moet er bij de kwaliteitsbepaling van de jaarverslaggeving rekening gehouden worden met de afdwingbaarheid van de gestelde regels en nagaan of de handhaving van de naleving van regels adequaat is (Feenstra & Bollen, 2003).

## **5.2 Dimensies van kwaliteit**

Bij de beoordeling van de kwaliteit van een risicorapport staat de inhoud op de eerste plaats. Hoogendoorn en Mertens (2001) geven de inhoud ook als belangrijkste dimensie van kwaliteit op en noemen daarbij de volgende aspecten:

- Informatie-elementen;
- Wijze van presentatie van informatie;

Vooraf de aard en de omvang van de informatie-elementen in een informatieverslag zijn van belang. De wijze en presentatie van deze informatie is in mindere mate doorslaggevend voor de bepaling van de kwaliteit. Dit is ook de reden waarom ik enkel op zoek ga naar criteria betreffende de informatie-elementen.

Naast dit alles is ook de infrastructuur rondom de risicorapportering van belang. Hoewel een kwalitatief goede regelgeving geen garantie biedt voor een goede kwaliteit van externe verslaggeving, blijkt dat er een zekere mate een wisselwerking bestaat tussen regelgeving en praktijk die afhankelijk is van verschillende factoren, zoals:

- de wijze waarop regelgeving tot stand komt;
- de mate waarin regelgeving wordt nageleefd en kan worden afgedwongen;
- de mate waarin de organisatie vrijwillig informatie verstrekt;
- de mate waarin de onderneming dan wel de externe accountant gebruikmaakt van de bestaande regelgeving en deze naleeft;
- de mate waarin bepaalde organisaties een voorbeeldfunctie vervullen;  
(Feenstra & Bollen, 2003)

## **5.3 Meten van kwaliteit van financiële verslaggeving**

In een onderzoek uitgevoerd door Knoops (2001) vond ik verschillende manieren om de kwaliteit van verslaggeving te meten. Hij maakt onderscheid tussen een normatieve benadering en een empirische benadering.

De normatieve benadering wordt gebruikt om vanuit bepaalde uitgangspunten uiteindelijk te komen tot een modeloplossing voor de verslaggeving. Hij vertelt dat het kan gaan om de volgende uitgangspunten:

- verslaggevingbeginselen, die worden ontleend aan de theorie;
- de (vermeende) informatiebehoeften van gebruikers; of
- de normen die in een politiek proces van wet - en regelgeving tot stand komen.

Deze manier van werken werd ook toegepast bij het onderzoek van Hoogendoorn en Mertens (2001), en is ook de methodologie waar ik in dit onderzoek gebruik van zal maken.

Een andere manier voor het meten van de kwaliteit van verslaggeving vinden we in een empirische benadering. De kwaliteit van de verslaggeving wordt hierbij gemeten aan de hand van de reactie van de kapitaalmarkt op de publicatie van verslaggevinginformatie. Zo meet men de informatie-inhoud of de waarderelevantie van informatie en leidt men ook direct af of de informatie nuttig is voor de gebruikers. Met waarderelevantie van informatie bedoelt men hoe goed de informatie, gebruikt door aandeelhouders, wordt weergegeven door bedragen uit de jaarrekening. Een waarderelevant bedrag weerspiegelt in principe die informatie die relevant is voor de investeerder om een onderneming te waarderen, en die betrouwbaar genoeg is om te verwerken in de aandelenprijs. Dit sluit aan bij wat we eerder al zagen: "Een bedrag uit de jaarrekening moet betrouwbaar en relevant zijn om informatief te zijn".

#### **5.4 Meten van Kwaliteit van de risicorapportering**

Hierboven besprak ik in het kort de methode die gevolgd zal worden om de kwaliteit van de risicorapportering te meten. Om gevolg te geven aan deze korte inleiding zal ik in dit gedeelte aan de hand van de normatieve benadering binnen de dimensies van kwaliteit op zoek gaan naar kwaliteitscriteria. De gevonden criteria zullen samen in een referentiekader van best practices worden geplaatst waardoor het mogelijk wordt de risicorapporten te beoordelen.

#### **5.4.1 Kwaliteitscriteria betreffende informatie-elementen**

Aangezien we kunnen stellen dat de inhoud van het risicorapport de grootste rol speelt bij het bepalen van de kwaliteit, spreekt het voor zich dat hieruit de meeste criteria zullen voortvloeien.

##### **5.4.1.1 Kwaliteitscriteria in nationale wet -en regelgeving**

Bij het analyseren van de regelgeving rond risicorapportering moet er volgens Kajüter (2006) rekening worden gehouden met drie regelgevende niveaus. Het eerste niveau betreft natuurlijk de verplicht te volgen wetgeving waaraan sancties zijn verbonden bij de niet uitoefening van de regels zoals die door de wet zijn opgesteld. Vervolgens zijn er bepaalde regels opgesteld door private standard setters, die in de lijn liggen van de corporate governance codes. Als laatste zijn er nog de professionele instellingen die bepaalde standaarden opstellen, maar geen bindende kracht hebben.

Aangezien mijn onderzoek betrekking heeft op Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, vertrek ik vanuit de bepalingen die opgenomen zijn in de Belgische en Nederlandse wetgeving. Nadien ga ik verder met de corporate governance codes van de respectievelijke landen maar ook met de normen zoals die zijn ontwikkeld door het IASC en de EU. Als laatste ga ik op zoek naar bijkomende criteria binnen de regelgeving van de Verenigde Staten. Hiervoor verwijs ik naar een vermelding van Hoogendoorn en Mertens (2001), die aangeven dat de regelgeving met betrekking tot financiële verslaggeving in de Verenigde Staten op diverse plaatsen verder gaat dan die in Nederland.

Zoals nog zal blijken uit Tabel 5.1 heb ik een selectie gemaakt van wet- en regelgevingen die de meeste waarde kunnen toevoegen aan mijn onderzoek. Een gebrek aan tijd en infrastructuur dwingt me ertoe deze beslissing te nemen die zorgt voor een bijkomende inherente beperking

**Tabel 5.1:** Onderzochte wet- en regelgevingen inzake kwaliteitscriteria

België	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wetboek van Vennootschappen;</li> <li>• Corporate governance code: Code Lippens voor beursgenoteerde ondernemingen.</li> </ul>
Nederland	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Burgerlijk Wetboek;</li> <li>• Richtlijnen voor de jaarverslaggeving;</li> <li>• Corporate governance code: code Tabaksblat.</li> </ul>
IASC COSO Basel	<ul style="list-style-type: none"> <li>• IAS, IFRS</li> <li>• ERM- Raamwerk</li> <li>• Pilar 3</li> </ul>
EU	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Richtlijnen</li> </ul>
Verenigde Staten	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sarbanes Oxly- Act</li> </ul>

a) België

In de Belgische wetgeving kwam als gevolg van een Europese richtlijn het artikel 96 van het Wetboek van Vennootschappen tot stand. Volgens Art 96,1° moet een onderneming een overzicht geven van de belangrijkste risico's en onzekerheden waarmee een onderneming te kampen krijgt. We vinden verder nog dat er kennis dient te worden gegeven van de doelstellingen en het beleid van de vennootschap inzake de beheersing van het risico, alsook het door de vennootschap gelopen prijsrisico, kredietrisico, liquiditeitsrisico, en kasstroomrisico.

b) Nederland

In het Nederlandse Burgerlijk Wetboek vinden we enkele verwijzingen naar risicorapportering die te vergelijken zijn met die in de Belgische wetgeving. In artikel 2 staat sinds 2005 namelijk expliciet vermeld dat in het jaarverslag de voornaamste ondernemingsrisico's en onzekerheden dienen uiteengezet te worden. Ook hier moet verder nog worden gerapporteerd over het beleid op het gebied van risicobeheer en de prijs -, krediet -, liquiditeit -, en kasstroomrisico's.

Aanvullend is er in Nederland nog sprake van de richtlijnen voor de jaarverslaggeving die geen bindende kracht hebben, maar waarvan slechts kan worden afgeweken indien hiervoor gegronde redenen bestaan. Richtlijn 105 en 114 van afdeling 4 hebben betrekking op de risicorapportering. De eerstvermelde richtlijn spoort de ondernemingen aan om eender welke informatie te rapporteren waaraan risico is verbonden. De richtlijn 104 richt zich dan weer specifiek op de rapportering van interne en externe ontwikkelingen, zoals vooruitzichten en voornemens met de daarbij horende kansen en risico's.

c) International Accounting Standards Board

Het International Accounting Standards Board is een regelgevende instantie met betrekking tot de financiële verslaggeving. Ook zij is het er mee eens dat de afwezigheid van duidelijke begripsomschrijvingen vaak heeft geleid tot inconsistentie in de vaststelling van de toe te passen normen (Van Hulle en Lybaert, 2005). Daarom heeft zij, net zoals andere regelgevende instanties, getracht een raamwerk op te stellen voor de financiële verslaggeving. De reden waarom ik net het door haar opgestelde raamwerk opgeef is dat deze van toepassing is voor alle Europese beursgenoteerde ondernemingen, in beginsel wat betreft hun geconsolideerde jaarrekening.

Van Hulle en Lybaert (2005) vermelden dat er in het raamwerk vier primaire kwalitatieve kenmerken zijn opgenomen die ervoor moeten zorgen dat de in de jaarrekening opgenomen informatie nuttig is voor de gebruikers bij het nemen van economische beslissingen. Het betreft het volgende: De informatie moet begrijpelijk, relevant, betrouwbaar en in de tijd vergelijkbaar zijn. Als secundair kenmerk is onder relevantie nog de materialiteit terug te vinden. Als secundaire kenmerken onder betrouwbaarheid zijn terug te vinden de getrouwe weergave, de onpartijdigheid, voorzichtigheid en volledigheid.

Voor de regels met betrekking tot risicorapportering moet er worden verwezen naar de International Financial Reporting Standard 7. Volgens deze standaard dient een onderneming te beschrijven aan welke risico's zij wordt blootgesteld en hoe deze risico's zijn ontstaan. Het gaat hierbij om het kredietrisico, het liquiditeitsrisico, marktrisico en eventuele overige risicoconcentraties. Verder moet de onderneming de doelstellingen,

grondslagen en procedures van het risicomanagement duidelijk maken. Daarnaast dienen de gehanteerde methoden voor het meten van het risico samen met eventuele wijzingen ten opzichte van de vorige verslagperiode te worden vermeld. (Kevelam en Ter Hoeven, 2008)

De voorgaande informatievereisten opgenomen in IFRS 7 betref kwalitatieve informatie. Deze standaard kijkt echter verder en vereist ook kwantitatieve informatie. Dit aspect van de standaard wordt ook wel management approach van de standaard genoemd. Door deze informatie is het voor de gebruikers namelijk mogelijk de risico's vanuit het standpunt van het management te bekijken.

d) COSO

COSO is een vrijwillige private-sector organisatie en heeft als doel bestuurders en toezichthouders te helpen om op wereldschaal te komen tot effectieve, efficiënte en ethische bedrijfsvoering (Mertens en Blij, 2008).

Het Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission heeft vooral een belangrijke bijdrage geleverd aan de ontwikkeling van risicomanagement. In 1992 deed de organisatie al een onderzoek naar interne beheersing en beheersingssystemen, dat wordt gezien als een van de belangrijkste op dat gebied. Het raamwerk dat uit dit onderzoek volgde werd in 2004 uitgebreid tot het Enterprise Risk Management raamwerk. Vanaf dan was er sprake van een bijkomende doelstelling: risicobeheersing ten aanzien van strategie. Zoals al eerder in dit onderzoek behandeld werd, betekend dit dat er meer nadruk werd gelegd op het risicomanagement.

e) BASEL

Ook het BASEL Committee on Banking Supervision houdt zich intensief bezig met onderzoek naar risicorapportering en maatregelen om deze te verbeteren. In 2005 werd door dit Committee de Basel II gepubliceerd. Het betrof een raamwerk bestaande uit 3 zuilen. De eerste zuil gaat over de verplichting een minimum kapitaal aan te leggen voor de marktrisico's, kredietrisico's en operationele risico's. De tweede zuil geeft het belang aan van regelmatige controle. Voor dit onderzoek is het de derde zuil die van belang is aangezien deze handelt over de rapporteringvereisten.

Aangezien er in vele projecten vooral aandacht wordt geschonken aan de financiële risico's ben ik op zoek gegaan naar rapporteringvereisten die specifiek gericht zijn op de operationele risico's. De verslaggevingvereisten voor operationele risico's zoals die kunnen terug gevonden worden onder de derde zuil van het raamwerk van BASEL die opgenomen is in bijlage 1.

f) Europese Unie

De richtlijnen, zoals eerder al behandeld, zijn er om voor harmonisatie te zorgen in de verslaggeving van de verschillende lidstaten. De vierde en zevende richtlijn hebben betrekking op de financiële verslaggeving. De richtlijnen die zich specifiek richten op de risicorapportering zijn al in dit project aangehaald.

g) Verenigde Staten

De Sarbanes-Oxly Act is in de Verenigde Staten een wet die voornamelijk als antwoord op de vele fraudeschandalen werd opgesteld. Het is de belangrijkste wetgeving voor de financiële rapportering in het land. Ook Nederlandse ondernemingen met een beursnotering in de Verenigde Staten moeten voldoen aan de bepalingen van deze wet.

Binnen deze wet zijn er twee secties opgenomen die betrekking hebben op risicomangement en interne controle. Enerzijds is er de "Section 302" die de Chief Executive Operator (CEO) en Chief Financial Operator verplicht bij de financiële rapportering te zorgen voor een juist beeld van de handelingen van de onderneming en de financiële positie van de onderneming.

Verder vinden we dat "Section 404" de CEO en CFO ook nog verplicht verklaringen op te nemen in het jaarverslag waaruit blijkt welke interne controlesystemen er binnen de onderneming van toepassing zijn, hoe ze zijn getest en geëvalueerd.

Voorts is er in de Verenigde Staten de U.S. Securities and Exchange Comission dat Financial Reporting Releases publiceert. In de FRR 48 vinden we regels terug die voor ogen houden de rapportering over afgeleide



financiële instrumenten, afgeleide producten en andere financiële instrumenten te verbeteren. Ze probeert dit te verwezenlijken door zowel de kwalitatieve als kwantitatieve informatieverschaffing over marktrisicogevoelige instrumenten te verplichten.

#### h) Corporate Governance

Alleen al binnen de Europese Unie werden er de voorbije jaren veertig codes met betrekking tot corporate governance gepubliceerd (Commissie van de Europese gemeenschap, 2003). Dit is vooral het gevolg van de grote boekhoudschandalen die zorgde voor een toegenomen aandacht voor corporate governance. Dat dit niet onmiddellijk leidt tot meer aandacht voor de risicorapportering zal hieronder duidelijk worden.

Voor de beursgenoteerde ondernemingen is in België de code Lippens opgesteld. Deze code bestaat uit negen principes die ervoor moeten zorgen dat er een waardecreatie op lange termijn ontstaat. In deze principes is er echter niet veel terug te vinden over risicorapportering. Er is alleszins geen expliciete verplichting tot risicorapportering. Wel zijn er enkele richtlijnen in opgenomen die betrekking hebben op de interne controle en risicobeheer. We vinden ondermeer terug dat de Raad van Bestuur moet beslissen welke risico's de onderneming mag aanvaarden. Ze houdt zich verder ook nog bezig met het toezicht op de werking van het interne systeem, waarvan het risicobeheer deel van uitmaakt. Een auditcomité onderzoekt minstens één keer per jaar het interne controlesysteem en risicobeheersysteem. Op deze manier worden de belangrijkste risico's vastgesteld, beheerd en gerapporteerd (Huybrechts, 2007).

In Nederland wordt de corporate governance gezien als de gedragscode waaraan de ondernemingen moeten voldoen. Men is wettelijk verplicht om te voldoen aan de eisen van de code Tabaksblat waarin expliciet is opgenomen dat er over risico's dient te worden gerapporteerd in het jaarverslag. Er moet volgens deze code in de onderneming een intern risicobeheersing- en controlesysteem aanwezig zijn met als instrumenten onder andere de risicoanalyse van de operationele en financiële doelstellingen. Deze risicoanalyse dient echter niet te worden gerapporteerd.

Verder vind ik in de Code dat er een raad van commissarissen bestaat die minstens een keer per jaar de strategie en de risico's verbonden aan de

onderneming bespreekt. Daarnaast bespreekt ze de beoordeling van het bestuur over de opzet en de werking van het interne risicobeheersing -en controlesysteem, zo ook de significante wijzigingen hierin. Het feit dat deze samenkomsten gehouden worden dient wel te worden vermeld in het jaarverslag. In het jaarverslag moet er verder ook nog kennis worden gegeven over de gevoeligheid van de resultaten ten aanzien van externe omstandigheden en variabelen.

Huybrechts (2007) onderzocht verder ook nog de corporate governance zoals die voorkomt in het Verenigd Koninkrijk. Ook hier is er in de corporate governance codes niet al te veel aandacht geschonken aan risicorapportering. Wel is er het Turnbull rapport die zorgt voor een conceptueel raamwerk voor de publicatie van risico's. Volgens dit rapport moet er in het jaarverslag worden gerapporteerd over het interne controlesysteem met betrekking tot de risico's waarmee de onderneming te maken krijgt, en het risicomanagementsysteem samen met de effectiviteit van deze systemen. Er wordt in het jaarverslag verder nog gesproken over het proces voor identificatie, evaluatie en beheersing van de significante risico's waarmee de vennootschap te maken krijgt.

Er dient volgens het Turnbull rapport zo veel mogelijk aandacht te worden geschonken aan de verschillende categorieën van risico's, de aanvaardbaarheid van de risico's voor het bedrijf, de kans op het voorkomen van negatieve situaties, de mogelijkheid om de risico's te verminderen en de kosten die het als gevolg heeft. Nochtans wordt er niet expliciet in het rapport vermeld dat hierover informatie dient te worden opgenomen in het jaarverslag. Alle informatie die in het jaarverslag is opgenomen moet duidelijk zijn en mag in geen geval misleidend zijn.

#### **5.4.1.2 Kwaliteitscriteria in internationale studierapporten**

Behalve de kwaliteitscriteria die voortkomen uit de normen in de wet -en regelgevingen kunnen ook de opvattingen van deskundigen ons additionele kwaliteitscriteria voor het risicorapport opleveren (Hoogendoorn en Mertens, 2001).

a) IFCI (2000)

IFCI voerde in 2000 een onderzoek uit naar risicorapportering bij financiële instellingen. Zij vonden dat ondanks de grote aandacht die aan het onderwerp geschonken wordt, we nog steeds te maken hebben met zeer "zwakke" risicorapporten.

Door zich te baseren op de opinies van de gebruikers van het risicorapport, eerder dan op de regelgeving die errond bestaat, werd er een raamwerk ontworpen van risicorapporteringstandaarden. In het raamwerk werd er rekening gehouden met een opsplitsing van de risico-informatie in "relevant voor de handelsactiviteiten" en "relevant voor de niet-handelsactiviteiten". Op deze manier werd er getracht de bedrijven aan te moedigen bij de risicorapportering rekening te houden met de bedrijfsstructuur en de productmix van het bedrijf. Ook wordt zo duidelijk dat risicorapportering verder gaat dan de handelsactiviteiten van het bedrijf. Even belangrijk zijn namelijk de risico's die betrekking hebben op niet-handelsactiviteiten. Het raamwerk dat in het onderzoek werd gebruikt ziet er uit zoals deze in bijlage 2 is opgenomen.

Meest opmerkelijk in het raamwerk is natuurlijk de nadruk die men legt op het onderscheid tussen trading en non-trading activiteiten waardoor er voor een groot gedeelte al rekening is gehouden met de verschillen tussen bedrijven. Verder gaat het raamwerk voornamelijk in op risico's die ook al in de regelgevingen van verschillende landen zijn opgenomen. Toch spoort het raamwerk ertoe aan diverse additionele informatie over het managen van deze risico's op te nemen.

Zo wordt er bij het marktrisico verwacht dat er wordt gerapporteerd over value at risk information. Bij value at risk zal het potentiële toekomstige verlies (in termen van marktwaarde) dat in een bepaalde periode niet overschreden worden ingeschat, en dit voor een bepaald betrouwbaarheidsniveau. In hetzelfde verband kunnen we stress testing aanhalen waarbij de waarde van de onderneming wordt berekend onder bepaalde extreme marktscenario's die niet door het betrouwbaarheidsniveau van de Value at Risk zijn gedekt (Deutsche Bank).

Ook backtesting information is in het raamwerk vermeld. Backtesting houdt in dat op historische data een bepaalde gegeven strategie uitgevoerd worden. De resultaten ervan kunnen de effectiviteit van de strategie aangeven. Het wordt gezien als een van de meest belangrijke aspecten bij het ontwikkelen van een handelssysteem. Het helpt namelijk de strategie van een onderneming te verbeteren en optimaliseren (Investopedia).

Los van deze vermelding opgenomen in het raamwerk wordt er verder ook nog van vijf principes uitgegaan:

- the disclosure of risk management practices should enhance the confidence of market participants in the willingness of the firm to provide information about its specific and aggregate risk exposures;
- that a firm's risk management disclosure policy should be complete;
- that a firm's risk management disclosure policy should incorporate consensus risk assessment practices, focusing on materiality and symmetry;
- disclosure practices should be standardised in order to facilitate risk management comparisons across firms and products/market segments;
- disclosure quality should be analysed across both functions and risk factors, based on the risk management process of the firm.

b) StradeaConsulting (2006)

StradeaConsulting onderzocht de ontwikkeling en de huidige staat van de risicorapportering van de Europese financiële sector. Meer specifiek gaat het over 35 leidinggevende Europese financiële instellingen. De risicorapportering van deze instellingen werd aan de hand van de jaarverslagen over het jaar 2002 bekeken om daarna hetzelfde onderzoek op de jaarverslagen van het jaar 2005 nogmaals uit te voeren. Echter werden er in 2005 additionele criteria toegevoegd zoals verder zal blijken.

Om te beginnen werd er ook voor dit onderzoek een raamwerk van best practices opgesteld voor de beoordeling van de risicorapportering. In dit raamwerk werd een opsplitsing gemaakt naar sector: banking en insurance.

In 2003 werd van de banksector verwacht dat er wordt gerapporteerd over het kredietrisico, het marktrisico, ALM en treasury risico ( valutarisico, renterisico, kredietrisico, liquiditeitsrisico en solvabiliteitsrisico), risicostrategie en aandeelhoudersinformatie en het operationeel risico. Het operationeel risico is onmiddellijk ook een risico waarover ook dient te worden gerapporteerd bij de verzekeringssector. Verder moet er volgens StradeaConsluting bij de verzekeringsmaatschappijen ook nog kennis worden gegeven van risico's in verzekeringsschulden en investeringsrisico's.

Een samenvatting van deze rapporteringvereisten kan als volgt worden weergegeven:

**Figuur 5.1:** Belangrijkste risicogebieden in het onderzoek van 2003

Financial conglomerate level risk disclosures (25 grading items)						
Credit risk  (16 items)	Market risk  (12 items)	ALM and treasury risks  (34 items)	Risk strategy and shareholder value information  (16 items)	Operational risk  (13 items)	Risks in insurance liabilities  (21 items)	Investment risks (incl. ALM)  (17 items)
<b>Banking</b>				<b>Insurance</b>		

Het onderzoek uitgevoerd in 2006 bevat, zoals ik al vermeldde, enkele toegevoegde informatievereisten ten gevolge van de ontwikkelingen die doorheen de jaren plaatsvonden. Zowel de banken als de verzekeringen zouden vanaf dan in hun risicorapportering ook nog rekening moeten houden met een eventueel business risico. Verder wordt volgens het vernieuwde raamwerk van best practices ook risicostrategie en aandeelhoudersinformatie een vereiste voor de verzekeringsmaatschappijen. En als laatste moet er vanaf dan ook bij de verzekeringssector worden gerapporteerd over het ALM en treasury risico.

Een samenvatting van deze rapporteringvereisten kan als volgt worden weergegeven:

**Figuur 5.2:** Belangrijkste risicogebieden in het onderzoek van 2006

Financial conglomerate level risk disclosures (26 grading items)								
Credit risk (51 items)	Market risk (15 items)	ALM and treasury risks (34 items)	Risk strategy and shareholder value information (16 items)	Business risk (8 items)	Operational risk (13 items)	ALM and treasury risks (8 items)	Risks in insurance liabilities (22 items)	Investment risks (23 items)
<b>Banking</b>					<b>Insurance</b>			

Uit dit onderzoek van StradeaConsulting werd uiteindelijk besloten dat er nog veel potentieel bestaat voor de ontwikkeling van de risicorapportering en de daarbij horende regelgevingen.

c) Abraham et al. (2007)

Dit onderzoek vertrekt vanuit de bevinding in een voorgaand onderzoek dat bedrijven in het Verenigd Koninkrijk weinig of geen informatie geven over bepaalde risicofactoren. Als gevolg hiervan besloot men een onderzoek te doen naar de kwaliteit van de risicorapportering in de jaarverslagen in het Verenigd Koninkrijk.

Het onderzoek is ook hier weer gebaseerd op een raamwerk van kwaliteitscriteria. In dit onderzoek maakte men gebruik van een raamwerk zoals dat werd opgesteld door Jenkins (1994). In het algemeen stelt Jenkins (1994) dat, om tot een voorbeeldmodel voor rapportering te komen, vijf elementen van belang zijn. Het betreft financiële en niet-financiële data, een managementanalyse van deze data, vooruitkijkende informatie, informatie over het management en achtergrondinformatie over het bedrijf.

Vooruitkijkende informatie definieert Jenkins (1994) als zijnde de opportuniteiten en de risico's waarmee een bedrijf wordt geconfronteerd. Deze informatie heeft duidelijk betrekking op de risicorapportering.

Jenkins (1994) hecht veel belang aan deze informatie en vermeldt dan ook dat het belangrijk is deze als een aparte sectie in het jaarverslag op te nemen. Hij somt verder vijf criteria op waaraan een goed risicorapport zou moeten voldoen. Vier daarvan zijn voor mijn onderzoek nuttig:

- Het moet allereerst gaan om een huidige opportuniteit of risico, niet een dat zich nog moet ontwikkelen in de toekomst;
- Verder moet het belang van een risico dat men loopt worden bepaald aan de hand van (1) waarschijnlijkheid van voorkomen, (2) het belang van de potentiële impact die het risico zal hebben op het bedrijf, (3)
- Het risico dat men in het risicorapport vermeld moet gaan om een niet-systematisch risico, dat met andere woorden dus specifiek is voor het bedrijf;
- Er dient een schatting te worden gegeven van de kasstromen en opbrengsten;

Jenkins (1994) heeft op basis van deze criteria een opsplitsing kunnen maken in vier brede thema's:

- **Formulaic:** Hiermee wordt er rekening gehouden met de flexibiliteit van de rapportering. Betreft het een rapportering op basis van een wettelijke standaard, een onveranderlijke formule?;
- **Specificiteit:** Zijn de vermelde risico's specifiek aan het bedrijf? Gaat het voornamelijk om risico's waarmee alle bedrijven, in eender welke sector, mee geconfronteerd worden?;
- **Meetbaarheid:** Kunnen de risico's op zulk een manier gemeten worden dat ze duidelijk kunnen worden gecommuniceerd aan de aandeelhouders?;
- **Bewijs:** Zijn er bewijzen voor handen dat het bedrijf enerzijds moeite heeft gedaan de risico's in de mate van het mogelijke te meten, anderzijds de bevindingen hiervan te rapporteren aan de aandeelhouders?

#### **5.4.1.3 Kwaliteitscriteria in prijzen voor financiële verslaggeving**

Interessant is dat Hoogendoord en Mertens (2001) in hun onderzoek naar de kwaliteit van de externe verslaggeving in Nederland verder nog op zoek gaan naar kwaliteitscriteria in de prijzen die worden bedeed aan de onderneming met de best uitgevoerde verslaggeving.

Zo wordt in Nederland jaarlijks de Henri Sijthoffprijs door het Financieel Dagblad uitgereikt aan de onderneming met de beste jaarverslaggeving. Een initiatief dat werd genomen nadat bleek dat de kwaliteit van de verslaggeving over de risico's en de beheersing daarvan sterk uiteen loopt. Verder constateert de commissie Frijns nog dat er niet veel vennootschappen zijn die de gevolgen kwantificeren van geïdentificeerde risicofactoren, wanneer deze risico's zich uiteindelijk ook voordoen terwijl net de kwantificering van de gevolgen van deze risico's voor de beleggers duidelijk is.

Om hierop te anticiperen verwacht de commissie van een goed risicoverslag dat het leidt tot een goed inzicht in het risicoprofiel van de onderneming. Ook bevestigen zij het belang van het onderscheid tussen marktrisico's, operationele risico's en andere risico's van belang voor de onderneming. Aansluitend dient er te worden opgegeven welke instrumenten er worden gebruikt om de risico's te beheersen (FD Henri-Sijthoffprijs, 2007).

Deze gedachtegang werd door de Commissie van de Sijthoffprijs samengevat in enkele best practices (Good Practice 2005 van de Commissie Frijns voor best practice II.1.4) die onmiddellijk ook aan de basis liggen van de criteria voor het uitreiken van de prijs.

Ten eerste wordt ten aanzien van de financiële verslaggevingsrisico's verklaard dat:

- de risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat;
- de risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt;
- er geen indicaties zijn dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het lopende jaar niet naar behoren zullen werken;
- eventuele tekortkomingen die mogelijkerwijze materiele gevolgen kunnen hebben en in het verslagjaar respectievelijk het lopende jaar zijn geconstateerd worden gemeld, waarbij tevens aangebrachte of geplande verbeteringen worden aangegeven.



Ten aanzien van de overige risico's wordt verklaard dat:

- een beschrijving van de risicobeheersings- en controlesystemen op basis van de geïdentificeerde belangrijke risico's wordt gegeven;
- indien van toepassing, belangrijke tekortkomingen die in het verslagjaar zijn geconstateerd worden vermeld, waarbij tevens aangebrachte of geplande verbeteringen worden aangegeven.

#### **5.4.2 Kwaliteitscriteria betreffende infrastructuur rondom risicorapportering**

De wet - en regelgevingen nemen, zoals al gezegd, een belangrijke plaats in bij het bepalen van de kwaliteit. Het gaat dan niet alleen om de inhoud van deze regels die volledig, duidelijk en eenduidig moet zijn. Het gaat evenzeer om de status van de regelgeving en om het toezicht dat erop bestaat (Vergoossen, 2001).

Omdat dit onderzoek handelt over beursgenoteerde ondernemingen komt de verplichting in de Europese Unie om de IFRS te volgen tegemoet aan het dwingend karakter van de regelgeving. Uit de materie die eerder werd behandeld kunnen we afleiden dat bijkomend in zowel België als Nederland de eigen wetgeving afdwingbaar is. Zelfs de corporate governance codes zijn dit in zekere mate door de "pas toe of leg uit -regel". Het is in principe de controle op de naleving van deze regels dat een sluitstuk vormt om te komen tot een kwalitatief hoogwaardige financiële verslaggeving (Vergoossen, 2001).

Deze controle heeft voornamelijk betrekking op de accountantscontrole. Zij hebben de verantwoordelijkheid te verifiëren of de regelgevingen adequaat worden toegepast. Over deze bevindingen wordt nadien een mededeling gedaan in de vorm van een accountantsverklaring. Over de effectiviteit van deze accountantscontrole spelen heel wat discussies, met name in het kader van de beoordeling van de onafhankelijkheid van de accountant (Hoogendoorn en Mertens, 2001). In de corporate governance codes is vanaf dan sprake van het invoeren van een auditcomité dat verantwoordelijk is voor de rekrutering en evaluatie van accountants.

In het kader van dit onderzoek heb ik geen specifiek onderzoek gedaan naar het functioneren van de controlerend accountant en de kwaliteitscriteria voor risicorapportering die daaruit volgen. Dit omdat een zulk onderzoek, vanwege wettelijke bepalingen, geheel los staat van het onderzoek naar financiële verslaggeving en risicorapportering (AFM, 2008).

### **5.5 Lijst van kwaliteitscriteria**

Volgend op de besproken bronnen hierboven heb ik uiteindelijk één totaallijst van kwaliteitscriteria afgeleid. De criteria zullen in deze lijst worden weergegeven in de vorm van vragen die me bij het empirisch onderzoek de mogelijkheid geven de jaarverslagen op een eenduidige manier te bestuderen. De precieze methodologie zal verder nog aan bod komen.

Om dit empirisch onderzoek efficiënt te laten verlopen zal ik de vragenlijst onderverdelen in een eerste sectie die betrekking heeft op informatie inzake de onderneming in het geheel. De tweede sectie gaat over informatie met betrekking tot risicomangement en de laatste over de risico's van de onderneming.

### **5.6 Samenvatting**

In dit hoofdstuk werd op zoek gegaan naar criteria aan de hand waarvan de kwaliteit van de risicorapportering in het jaarverslag kan worden beoordeeld.

Allereerst werd er een theoretische inleiding opgenomen waaruit duidelijk wordt dat inhoud als de belangrijkste dimensie van kwaliteit kan worden opgenoemd. Vooral de aard en de omvang van de informatie-elementen in een informatieverslag zijn hierbij van belang. Verder is ook de infrastructuur rondom risicorapportering belangrijk.

Vervolgens werd in de literatuur op zoek gegaan naar een manier waarop de kwaliteit het best gemeten kan worden. Uiteindelijk werd gekozen voor de normatieve benadering. De normatieve benadering wordt gebruikt om vanuit bepaalde uitgangspunten uiteindelijk te komen tot een modeloplossing voor de verslaggeving. Aan de hand van deze methode werden criteria gezocht in

nationale wet- en regelgevingen, internationale studierapporten en criteria die toegepast worden bij prijzen voor financiële verslaggeving.

De nationale wet- en regelgevingen waarbinnen op zoek werd gegaan naar criteria zijn opgenomen in tabel 5.1. De internationale studierapporten betreffen een onderzoek van het IFCI, dat in 2000 een onderzoek uitvoerde naar risicorapportering bij financiële instellingen. Een ander betreft dat van StradeaConsulting dat in 2006 de ontwikkeling en de huidige staat van de risicorapportering van de Europese financiële sector onderzocht. Een laatste onderzoek is dat van Abraham et al. (2007).

Ten slotte kwamen de criteria gehanteerd bij prijzen voor financiële verslaggeving aan bod. Het gaat hier om de Henri Sijthoffprijs die in Nederland jaarlijks wordt toegekend aan de onderneming met de beste financiële verslaggeving.

## **6 Onderzoek onder financieel analisten**

Er werd al eerder aangegeven dat de derde fase van het onderzoek een onderzoek onder financieel analisten uitmaakt. Binnen de diverse gebruikersgroepen van het jaarverslag kunnen zij aangemerkt worden als professionele gebruikers en als vertegenwoordigers van de aandeelhouders en de vreemd-vermogenverschaffers. Ik ga ervan uit dat indien voldaan is aan de behoefte aan financiële informatie van deze groep gebruikers, in het algemeen ook voldaan is aan die van andere groepen.

In dit hoofdstuk zal er aan de hand van enkele interviews worden nagegaan in welke mate er bij het nemen van beslissingen gebruik wordt gemaakt van het risicoverslag en wat het belang ervan is.

### **6.1 Het gebruik van risico-informatie in het jaarverslag**

Alle financieel analisten gebruiken de risico-informatie van een onderneming om goede aankoop- of verkoopbeslissingen te kunnen stellen (OTS, 2004). Deze groep van professionele gebruikers van verslaggevinginformatie is evenwel zeer divers. Het is eerder de combinatie van het jaarverslag met andere informatiebronnen en specifieke kennis van de analist die het mogelijk maken tot nieuwe inzichten te komen.

Net zoals verschillende onderzoeken dat deden, toont dit aan dat bepaalde (persoonlijke) eigenschappen van invloed kunnen zijn op de informatiebehoefte van een analist. Dit zorgt ervoor dat er binnen deze professionele gebruikersgroep verschillen zullen optreden in de gebruiksfrequentie, maar ook in de hoeveelheid informatie die gebruikt wordt. Er wordt vooral geconcludeerd dat analisten met meer ervaring op een andere manier met informatie omgaan (Hoogendoorn en Mertens, 2001).

Deze bevindingen kunnen betekenen dat de waargenomen kwaliteit van een risicoverslag gedeeltelijk ook afhankelijk is van de gebruiker ervan.

## **6.2 Resultaten gebruikersonderzoek**

In deze paragraaf bespreek ik de resultaten van de interviews met de financieel analisten. Allereerst, volgend op de bevindingen uit paragraaf 6.1, stelde ik enkele vragen met betrekking tot de kenmerken van de analisten en het belang van het risicoverslag in het jaarverslag. Daarna werd overgegaan tot het bespreken van de lijst van kwaliteitscriteria.

### **6.2.1 Kenmerken van de analisten**

Er werden in totaal vier financieel analisten bevraagd wiens gegevens in bijlage 4 opgenomen zijn. Het betreft twee analisten van de "sell side" (beleggingsanalisten), en twee van de "buy side" (vermogensbeheerders). Tussen de beide groepen is er een verschil daar de analisten van de koopzijde voor de eigen fondsen van hun werkgever werken en hun bevindingen vaak niet openbaar maken. De analisten van de verkoopzijde maken hun bevindingen wel bekend om op die manier zo veel mogelijk orders te bekomen bij de klanten van hun werkgever. De vermogensbeheerders zijn over het algemeen meer op zoek naar gedetailleerde informatie, waardoor er ook wordt verwacht dat er van hen meer commentaar zal komen op de criteria die in de lijst zijn opgenomen.

Het aantal jaar ervaring als analist verschilt bij de respondenten en loopt van vier tot veertien jaar. Opvallend is dat de meer ervaren analisten gemiddeld minder tijd besteden aan de risicoverslagen in het jaarverslag. Daar waar de analisten met een ervaring van ongeveer vier jaar gemiddeld toch een uur bezig zijn met een jaarverslag, is een meer ervaren analist er maximum dertig minuten mee bezig. Ik neem aan dat dit niet betekent dat zij minder informatie eisen, maar dat zij door hun ervaring efficiënter met de informatie kunnen omgaan en dus ook minder tijd nodig hebben.

Er is verder nog een verschil op te merken in het aantal ondernemingen dat gevolgd wordt door de respectievelijke analisten. Belangrijk is dat er geconcludeerd kan worden dat de analisten niet alleen de financiële verslagen raadplegen van de ondernemingen die zij volgen. Ook van degene die zij niet volgen worden financiële verslagen als naslagbron gebruikt. Zo

meldt een van de bevoorrechte getuigen, Pintjens S., dat er ook vaak jaarverslagen worden bestudeerd van concurrenten die niet direct worden gevolgd. Van Den Hauwe M., die ook werd geïnterviewd, vertelt dan weer dat door hem een aantal ondernemingen passief worden gevolgd. Deze werkwijze maakt het onder andere mogelijk vergelijkingen te maken (Hoogendoorn en Mertens, 2001).

### **6.2.2 Het belang van risico-informatie in het jaarverslag**

Zoals al meer dan duidelijk is geworden in dit onderzoek speelt risico-informatie een belangrijke rol bij het nemen van de juiste investeringsbeslissingen. Het spreekt dan voor zich dat, wanneer er sprake is van een risicoverslag, er zo veel mogelijk gebruik van zal worden gemaakt. Een recent onderzoek onder de gebruikers van de jaarverslagen van de beursgenoteerde ondernemingen bevestigt deze hypothese. Maar er wordt echter ook aangetoond dat de professionele gebruikers van het jaarverslag minder belang hechten aan informatie over het risicomanagement in de onderneming.

Uit de interviews die ik had met de financieel analisten heb ik alleszins kunnen afleiden dat het belangrijk is weet te hebben van de verschillende risico's van een onderneming of sector. Er moet volgens hen zo veel mogelijk relevante informatie worden verschaft die naar de investeerders toe relevant is en op een transparante manier wordt voorgesteld. Er wordt door de analisten ook verwezen naar de jaarverslagen van onderneming met een Amerikaanse beursnotering (met SEC-filings). Deze zijn volgens hen steeds voldoende uitgebreid op het vlak van risico-informatie en dus ook veel informatiever dan andere jaarverslagen.

Verder wordt er nog verteld dat er binnen het risicoverslag vooral moet worden gerapporteerd over die risico's die een directe weerslag kunnen hebben op de resultaten en financiële gezondheid van de onderneming, en die de koers van het aandeel kunnen beïnvloeden. Ook informatie over het algemeen beheer van de onderneming is zeer belangrijk. Hieronder vallen onder andere de risico's van (on)deugdelijk bestuur. In veel mindere mate is het rapporteren over zuivere operationele risico's belangrijk.

### **6.2.3 Beoordeling lijst van kwaliteitscriteria**

Deze fase van het onderzoek had voornamelijk als doel ervoor te zorgen dat de kwaliteit van het risicoverslag zo veel mogelijk vanuit het standpunt van de gebruikers ervan wordt bekeken. Daarom werd de voorlopig opgestelde lijst van kwaliteitscriteria aan deze financieel analisten voorgelegd. Aan de hand van hun oordeel erover zullen er binnen deze lijst aanpassingen worden gedaan.

#### **6.2.3.1 Risico's en risicomanagement**

Over het algemeen was men het er over eens dat het een uitgebreide lijst van criteria betreft die een goed beeld zou moeten geven van de risico's van een onderneming. Het viel wel op dat er vaak reacties kwamen op het gedeelte over risicomanagement dat ook in de lijst is opgenomen. Sommige criteria binnen deze paragraaf waren niet echt van belang en zijn volgens hen ook in zeer weinig gevallen in de jaarverslagen opgenomen. Zelfs op het vlak van beschrijving van risico's zijn er heel wat ondernemingen die tekort schieten. Vaak wordt er alleen een beschrijving gegeven van de verschillende risico's zonder verder in te gaan op de financiële impact van de risico's op de onderneming. Ook hier wordt er weer aangegeven dat bedrijven met een notering op de Amerikaanse beurs op dit vlak veel verder staan en een beter en vollediger beeld geven van de risico's.

Er wordt voornamelijk aandacht geschonken aan alle soorten risico's, waarbij de financiële risico's als belangrijkste factor worden gezien. Hierbij is het volgens hen belangrijk dat de risico's op zulk een manier beschreven worden dat er een goed beeld kan gevormd worden van de risicograad van de onderneming. Een kwantificering en een beschrijving van de financiële impact zouden een pluspunt betekenen.

#### **6.2.3.2 Overige aanbevelingen**

Hierboven besprak ik in het kort de reacties die er waren op het gedeelte van de lijst dat handelt over risico's en risicomanagement. Ik vroeg de analisten echter ook nog naar criteria die volgens hen belangrijk zijn, maar nog niet zijn opgenomen in de lijst.

Hierop kreeg ik vaak als antwoord dat er ook beter criteria worden opgenomen betreffende de opmaak van het risicoverslag. Zo wordt onder meer de voorkeur gegeven aan een transparante en coherente manier van voorstelling van gegevens. Ook wordt er nog verteld dat het belangrijk is dat er bij het rapporteren van de risico's een overzicht wordt behouden waardoor het door de lezer van het verslag beter bruikbaar is. Een manier om hieraan te voldoen is de risico-informatie zo veel mogelijk samen te plaatsen in het jaarverslag.

#### **6.2.3.3 Aanpassing lijst van kwaliteitscriteria**

De feedback van de analisten op de lijst van kwaliteitscriteria maakt het mogelijk deze aan te passen om het onderzoek zo efficiënt mogelijk te laten verlopen en uiteindelijk te zorgen voor een resultaat dat ook effectief vanuit het standpunt van de belanghebbenden is benaderd.

Aan de hand van de hierboven beschreven aanbevelingen van de analisten zullen er vooral aanpassingen gebeuren aan het gedeelte met betrekking tot risicomanagement. Binnen deze paragraaf zullen er twee criteria worden geschrappt. Zo verwijder ik het criterium dat handelt over de aanwezigheid van bewijzen dat er moeite is gedaan om de risico's te meten. Dit criterium werd door alle analisten als onbelangrijk aangegeven. Ook het criterium betreffende de evaluatie van de opzet en werking van het interne risicobeheersings- en controlesysteem vond men onbelangrijk, aangezien deze overeenstemt met het criterium over de meetsystemen, en werd uit de lijst gehaald. De criteria die ze als meest belangrijk aanduiden zullen bij de bepaling van de kwaliteit ook hoger gewaardeerd worden. De financieel analisten gaven ook nog aan dat met betrekking tot risicomanagement enkele criteria dubbel in de lijst zijn opgenomen, maar op een andere manier zijn verwoord. Volgens hen heeft het geen zin deze criteria erin te laten staan. Het gaat hier om onder andere het omschrijven van de strategieën en processen waaruit het risicomanagement bestaat, dat eigenlijk hetzelfde betekent als het omschrijven van de structuur en organisatie van het risicomanagement en als de beschrijving van de manier waarop de risico's worden behandeld.

Aanvullend zullen er criteria moeten worden opgenomen met betrekking tot de wijze van presentatie van de informatie. Zo zou het makkelijker zijn het



risicoverslag te analyseren wanneer de risico-informatie is samengebracht in een apart hoofdstuk met eventueel nog verdere verwijzingen naar andere hoofdstukken. Ook zou het nuttiger zijn bepaalde informatie frequenter verslag te geven en bij het rapporteren gebruik te maken van commentaren en voetnota's.

De aangepaste lijst met aanduiding van de belangrijkste tot minst belangrijke criteria, is terug te vinden in Bijlage 4.

### **6.3 Samenvatting**

In dit hoofdstuk werd besproken welke rol risico-informatie speelt in het besluitvormingsproces van analisten en hoe ze oordelen over de lijst van kwaliteitscriteria die eerder in het vijfde hoofdstuk werd opgesteld. Dit gaf me de mogelijkheid na te gaan welke informatie-elementen voor hen van belang zijn bij hun besluitvorming om zo ook het verder onderzoek zo veel mogelijk vanuit hun standpunt te bekijken en uit te voeren.

Een aantal interviews werden afgenomen waarbij ik eerst enkele vragen stelde over de kenmerken van de analisten. Ik vroeg hen onder andere hoe lang ze al in het beroep actief zijn en welke soorten ondernemingen ze opvolgen. Dit alles om hun antwoorden ook beter in een bepaalde context te kunnen plaatsen. Diverse onderzoeken hebben in dit verband aangetoond dat de informatiebehoefte van belanghebbenden afhankelijk is van hun persoonlijke kenmerken. Nadien werd hen gevraagd welk belang ze hechten aan de risico-informatie uit het jaarverslag en hoe ze de criterialijst beoordelen.

De belangrijkste conclusies die hieruit getrokken worden zijn dat risico-informatie een belangrijke plaats inneemt bij de besluitvorming en dat hierbij informatie over de verschillende soorten risico's de belangrijkste factor is. Deze moeten op zulk een manier beschreven worden dat er een goed beeld kan gevormd worden van de risicograad van de onderneming. Een kwantificering van de risico's en een beschrijving van de financiële impact zouden hierbij kunnen helpen.

Met betrekking tot de lijst van kwaliteitscriteria werd geoordeeld dat binnen het gedeelte dat handelt over risicomangement nog enkele aanpassingen moeten gebeuren aangezien enkele criteria anders zijn

geformuleerd, maar dezelfde betekenis hebben. Verder werd aangegeven dat het nuttig kan zijn enkele criteria op te nemen die betrekking hebben op de manier waarop de informatie in het jaarverslag wordt weergegeven.

Deze bevindingen werden gebruikt om tot een definitieve lijst van kwaliteitscriteria te komen. Deze zal in het laatste deel van het onderzoek gebruikt worden om de kwaliteit van de risicorapportering van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen te toetsen.

## **Deel III: Empirisch onderzoek**

### **Hoofdstuk 7: Onderzoek risicorapportering in het jaarverslag**

Met behulp van de aangepaste lijst van kwaliteitscriteria zullen de risicorapporten in de jaarverslagen van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde bedrijven worden beoordeeld naar kwaliteit. Deze kwaliteitsmeting vormt onmiddellijk ook de laatste fase van het onderzoek.

Allereerst zal in deze paragraaf de opzet van het onderzoek worden toegelicht, waarbij ook de onderzoekspopulatie duidelijk wordt. Aan de hand van de lijst van kwaliteitscriteria zullen vervolgens de verschillende onderdelen die opgenomen zijn in het risicoverslag worden beoordeeld. De ondernemingen die het best op de kwaliteitsmeting scoren zullen verder worden geanalyseerd om op die manier tot een opsomming te komen van een aantal sterke punten, die als "best practice" voorbeeld zouden kunnen dienen. Deze werkwijze werd ook al door Hoogendoorn en Mertens (2001) toegepast in hun onderzoek naar de kwaliteit van de externe financiële verslaggeving in Nederland.

#### **7.1 Opzet**

##### **7.1.1 Onderzochte ondernemingen**

De onderzoekspopulatie bestaat uit vijftien beursgenoteerde Belgische ondernemingen en vijftien Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De totale onderzoekspopulatie bedraagt dus dertig ondernemingen en is hieronder weergegeven in tabel 7.1. Bij de in het onderzoek opgenomen bedrijven zullen de jaarverslagen over 2008 worden geanalyseerd.

Tabel 7.1: Onderzoekspopulatie

BELGIË	(Bedrijfstak/ branche)	NEDERLAND	(Bedrijfstak/ branche)
AB-INBEV	brouwerij	ACCEL GROUP	fiets en fitness
BELGACOM	IT en telecom	AHOLD	Brouwerij
BEFIMMO	vastgoed	ASML	machines voor halfgeleiderindu- strie
COLRUYT	winkelketen	BINCKBANK	financiële instelling
CONFINIMMO	vastgoed	CORIO	vastgoed
DELHAIZE	winkelketen	FUGRO	Funderings - techniek en grondmechanica
FORTIS	financiële instelling	HITT	ICT
GBL	portefeuille - maatschappij	ING	financiële instelling
KBC	financiële instelling	REED ELSEVIER	media
MOBISTAR	telecom	SNS REAAL	financiële instelling
NPM	portefeuille - maatschappij	SPYKERCARS	auto-industrie
OMEGHA-PHARMA	farmaceutische sector	STORK	Vliegtuig - onderdelen
SOLVAY	farmaceutische sector	TELEGRAAFMEDIAGR OEP	media
UCB	farmaceutische sector	WERELDHAVE	vastgoed
UMICORE	metaal en materialen	WOLTERS KLUWER	uitgeverij

### 7.1.2 Kwaliteitsmeting

De uiteindelijke kwaliteitsmeting gebeurt uiteraard aan de hand van de in het zesde hoofdstuk geïdentificeerde kwaliteitscriteria. In dit empirisch gedeelte van het onderzoek is de aanwezigheid van deze kwaliteitscriteria in de diverse jaarverslagen getoetst. Omdat enkele criteria door de analisten hoger of lager naar waarde werden geschat, zal ik vier mogelijke situaties onderscheiden.

- **Code 0:** Deze code geeft aan dat het onderzochte criterium niet van toepassing is op het jaarverslag van de betreffende onderneming;
- **Code 1:** Deze code geeft aan dat het onderzochte jaarverslag niet aan het criterium voldoet en levert een score op van **0** op het respectievelijke criterium;
- **Code 2:** Deze code geeft aan dat het onderzochte jaarverslag wel aan het criterium voldoet en levert als gevolg van de laagste waardering van de analisten slechts een score op van **0.25** op het respectievelijke criterium;
- **Code 3:** Deze code geeft aan dat het onderzochte jaarverslag wel aan het criterium voldoet en levert als gevolg van een hogere waardering van de analisten een score op van **0.5** op het respectievelijke criterium;
- **Code 4:** Deze code geeft aan dat het onderzochte jaarverslag wel aan het criterium voldoet en levert als gevolg van de hoogste waardering van de analisten een score op van **1** op het respectievelijke criterium;

De eindscore van elke onderneming is een relatieve score. De totaalscore zal telkens worden gedeeld door de maximaal te behalen score. Op deze manier is er rekening gehouden met de mate waarin de opgenomen kwaliteitscriteria wel of niet van toepassing zijn en ontstaat er een betere vergelijkbaarheid tussen de verschillende ondernemingen. In het algemeen geldt echter wel de regel: hoe hoger de eindscore, hoe beter aan de informatiebehoefte van de gebruikers is voldaan en hoe hoger de kwaliteit van het desbetreffende jaarverslag.

## **7.2 Resultaten van het empirisch onderzoek**

In deze paragraaf bespreek ik de resultaten van het empirisch onderzoek. Allereerst zullen de resultaten per informatie-element worden toegelicht. Verder bekijk ik de resultaten ook per onderneming door ze te rangschikken op basis van hun gemiddelde eindscore. Zo tracht ik dan uiteindelijk tot een lijst van best practices te komen.

### **7.2.1 Resultaten per informatie-element**

In deze paragraaf begin ik met de resultaten ten aanzien van de algemene relevante informatie over de onderneming. Nadien heb ik het over de informatie met betrekking tot risicomanagement, om uiteindelijk af te sluiten met een bespreking over de risico's van de onderneming.

#### **7.2.1.1 Relevante informatie over de onderneming**

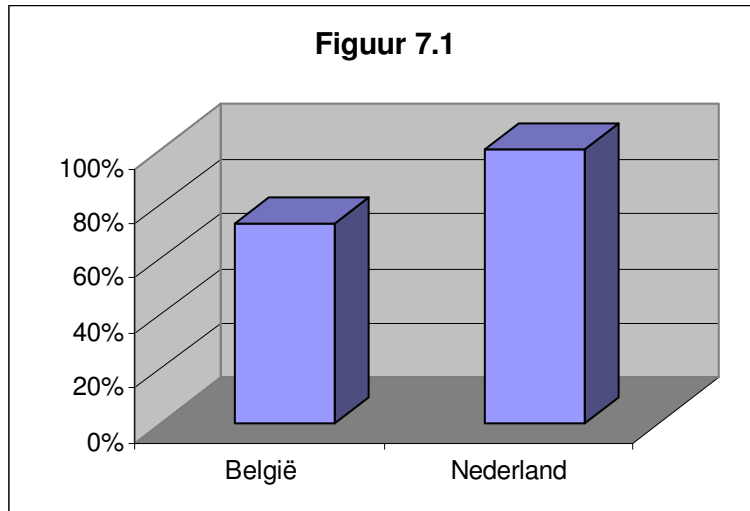
***a) Wordt er voor een juist beeld gezorgd van de handelingen van de onderneming en de financiële positie van de onderneming?***

Deze vraag is zo geïnterpreteerd dat telkens er voldoende, gestructureerde en ondubbelzinnige informatie terug te vinden is over de handelingen van de ondernemingen en haar financiële positie, er positief op zal geantwoord worden.

In 73% van de onderzochte Belgische ondernemingen was dit het geval en werd er dus duidelijk uitleg gegeven over de handelingen en de financiële positie van de onderneming. KBC geeft aan het begin van haar jaarverslag informatie over de structuur, strategie en het resultaat van de groep over 2008. Op deze manier wordt het mogelijk, alvorens verder te gaan in het jaarverslag, een beeld te scheppen van de betreffende onderneming. De risicorapportering zal op haar beurt dan weer effectiever kunnen ingecalculleerd worden bij de besluitvorming.

De onderzochte Nederlandse bedrijven voldeden elk aan het hier gestelde criterium en scoren er dus beter op dan de Belgische ondernemingen.

**Figuur 7.1: Informatie over de handelingen van de onderneming en de financiële positie**



Het Nederlandse Bedrijf ASML geeft aan het begin van haar jaarverslag een kort en bondig overzicht van de activiteiten en geschiedenis van de onderneming en gaat daarna verder met het toelichten van de eigendom van de onderneming. Maar een mooi voorbeeld is hieronder opgenomen en betreft het jaarverslag van Wereldhave (pagina 5). Het in het voorbeeld opgenomen gedeelte gaat evenwel alleen over de financiële positie.

## Wereldhave

### **Financiële positie**

Wereldhave heeft een solide financiële positie. Pas in 2010 komt de eerste herfinanciering van leningen aan de orde. Verder heeft Wereldhave geen gebruik gemaakt van kapitaalmarktfinancieringen met onderliggende zekerheden, zoals mortgage backed securities. Omdat Wereldhave ca. 75% met variabele rente financiert, leiden de renteverlagingen van de centrale banken tot een lagere gemiddelde rente op de leningportefeuille.

De gemiddelde rente per jaareinde is in 2008 gedaald van 5,4% naar 3,7%. Gezien haar solide balansverhoudingen met een Loan To Value van 27% en een Eigen Vermogen/Balanstotaal van 66% behoort Wereldhave tot de meest solide gekapitaliseerde beursgenoteerde Europese vastgoedfondsen. Het aandeel

Wereldhave staat ook in de top 5 meest verhandelde continentaal Europese vastgoedaandelen met een gemiddeld dagelijks transactievolume van ca. 12 mln euro.

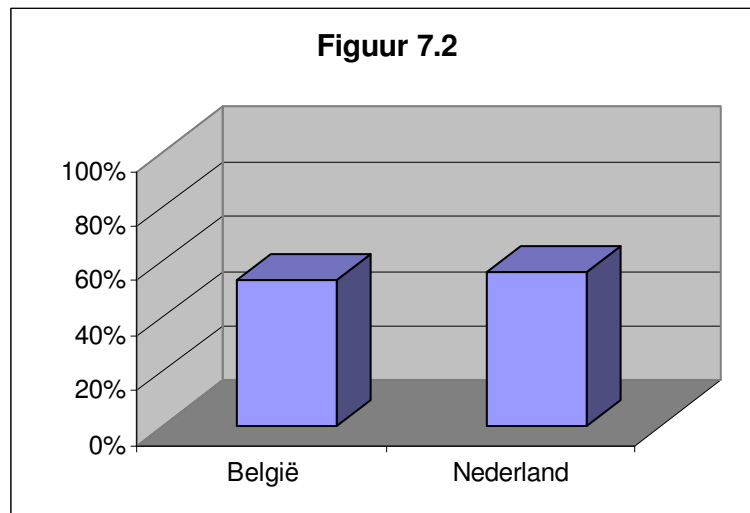
### **b) Wordt er informatie verstrekt over de risicohouding of risicobereidheid van de onderneming?**

Met deze vraag probeer ik te achterhalen of er in het jaarverslag informatie terug te vinden is over de mate waarin de onderneming bereid is risico's te nemen. In enkele jaarverslagen was dit het geval en viel het op dat er vaak wordt aangegeven dat de economische crisis als grootste gevolg heeft dat er minder risico's worden genomen.

Ondanks het feit dat de economische crisis de vraag naar meer informatie, vooral met betrekking tot risico's, heeft doen stijgen, valt uit figuur 7.2 af te leiden dat er slechts 53% van de Belgische en 56% van de onderzochte Nederlandse bedrijven aan dit criterium voldoen.



**Figuur 7.2: Informatie over de risicohouding of risicobereidheid van de onderneming**



COSO stelt dat de missie in overeenstemming moet zijn met de risicobereidheid van de organisatie. Dit betekent in feite dat de risicobereidheid vooraf gaat aan het vaststellen van de missie. In bijna elk jaarverslag wordt er wel gesproken over de missie van de onderneming, maar informatie over de risicobereidheid is vaak ver te zoeken.

#### **7.2.1.2 Informatie met betrekking tot risicomanagement**

**a) Wordt er in het jaarverslag verklaard dat de risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat?**

in de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving is de volgende definitie van materialiteit terug te vinden:

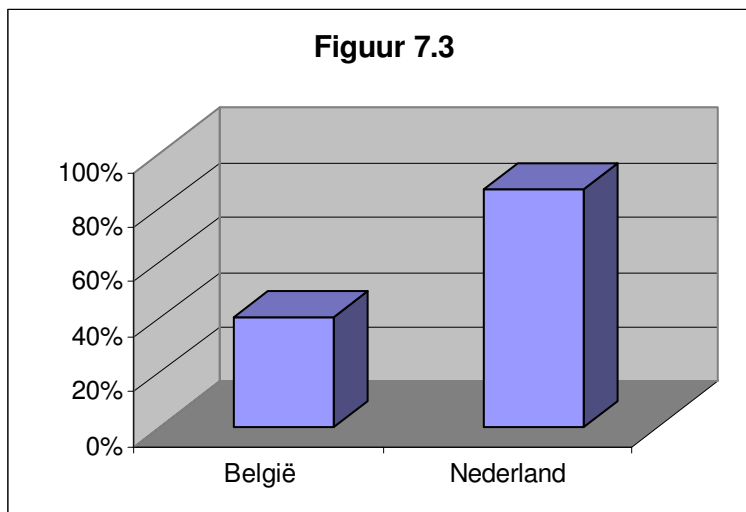
*"Informatie is van materieel belang indien het weglaten of het onjuist weergeven daarvan de economische beslissingen die gebruikers op basis van de jaarrekening nemen, zou kunnen beïnvloeden".*

Dit criterium is voornamelijk gericht op de Nederlandse ondernemingen daar deze is gebaseerd op een aanbeveling van de Monitoring commissie uit

Nederland. Ze is echter ook erg bruikbaar voor de Belgische ondernemingen omdat ook daar die informatie moet worden gerapporteerd die voor een getrouw beeld zorgt en dus geen materiële fouten bevat.

Zoals verwacht scoort Nederland om de hierboven vermelde reden beter op dit criterium dan België. In 87% van de Nederlandse onderzochte ondernemingen werd er duidelijk vermeld dat er in de financiële verslaggeving geen onjuistheden zijn van materieel belang. De Belgische ondernemingen uit het onderzoek voldeden hier slechts in 40% van de gevallen aan zoals ook is te zien in de onderstaande figuur.

**Figuur 7.3: Verklaring met betrekking tot onjuistheden van materieel belang**



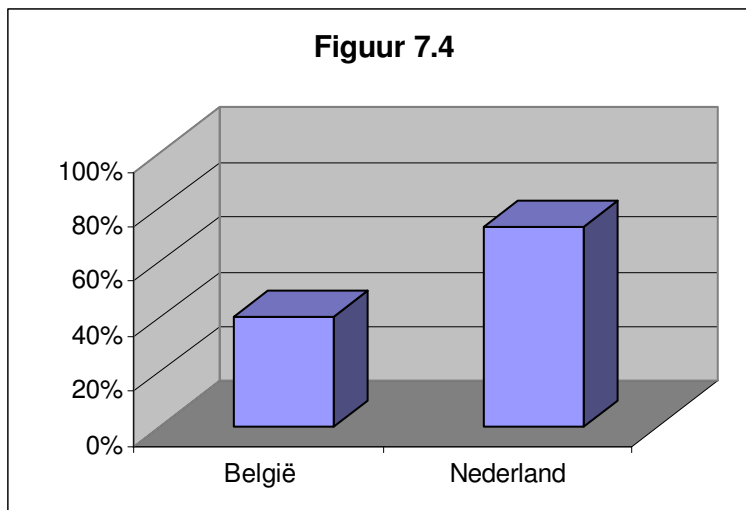
***b) Wordt er in het jaarverslag verklaard dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt?***

Aangezien deze verklaring in het jaarverslag samen met het vorige door de Monitoring Commissie werd aanbevolen, is het ook hier evident dat er vooral in Nederland een positief resultaat zal zijn voor dit criterium.

In figuur 7.4 wordt dit bevestigd en zien we dat ook hier slechts 40% van de Belgische bedrijven in het jaarverslag verklaard dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren

hebben gewerkt. De Nederlandse bedrijven gaven in 73 % van de gevallen gevolg aan de door de Monitoring Commissie gestelde aanbeveling. Het valt wel op dat er in de Belgische jaarverslagen vaak op een onrechtstreekse manier wordt verklaard dat er geen problemen zijn met het controlesysteem. Toch zijn met zulke vermeldingen geen rekening gehouden, aangezien zulke informatie niet alleen dubbelzinnig overkomt maar ook, door een groot aantal pagina's, snel over het hoofd zal worden gezien door de lezers van het jaarverslag.

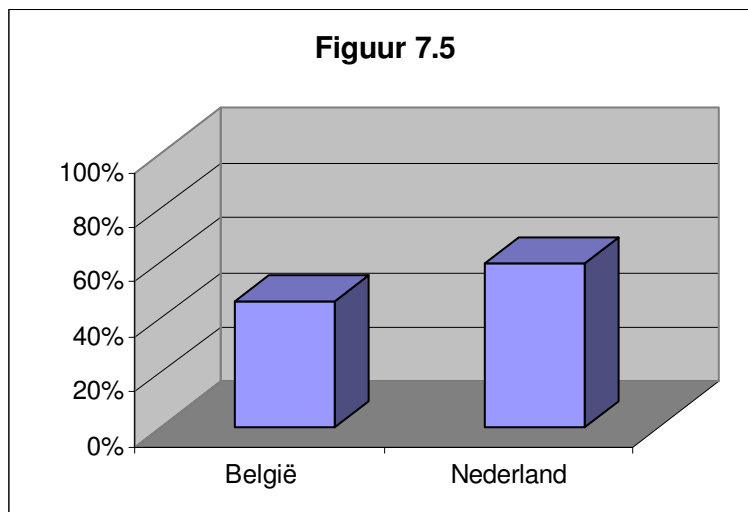
**Figuur 7.4: Verklaring met betrekking tot de werking van het risicobeheersings- en controlesysteem**



**c) Wordt er verklaard dat er geen indicaties zijn dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het lopende jaar niet naar behoren zullen werken?**

Figuur 7.5 geeft aan dat de score op deze vraag voor de Belgische ondernemingen uitkomt op 46%. De Nederlandse bedrijven halen in dit geval een score van 60%. We zien wel dat er voor België beter wordt gescoord dan in de vorige twee gevallen, terwijl voor Nederland het tegengestelde waar is.

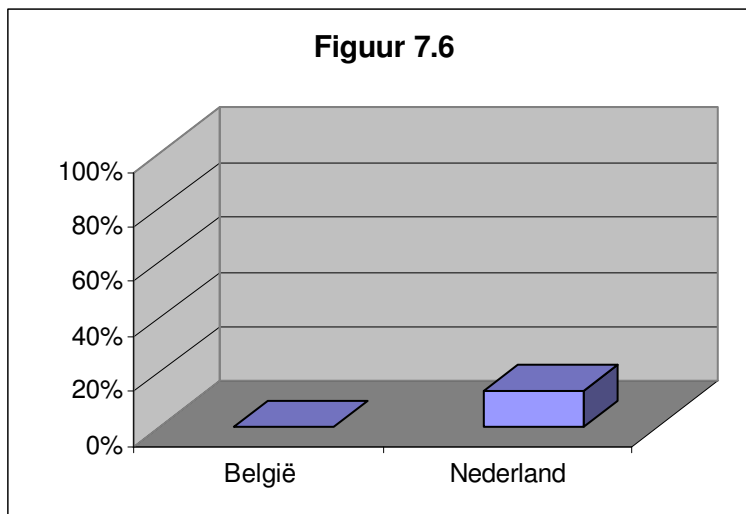
**Figuur 7.5: Verklaring met betrekking tot de werking van het risicobeheersings- en controlesysteem in het lopende jaar**



**d) Worden eventuele tekortkomingen die mogelijk(erwijze) materiële gevolgen kunnen hebben, gerapporteerd?**

Vervolgens werd nagegaan of er eventuele tekortkomingen, die mogelijk materiële gevolgen zouden kunnen hebben, worden gerapporteerd in het risicoverslag. Ondanks het feit dat de analisten dit criterium als zeer belangrijk beschouwen, wordt er zowel in België als in Nederland slecht op gescoord. Bij de onderzochte Belgische jaarverslagen was er geen enkel geval dat er positief op scoorde. In Nederland bestaat hieromtrent wat meer openheid en waren er nog twee gevallen die spraken over enkele tekortkomingen.

**Figuur 7.6: Rapportering over tekortkomingen met mogelijk materiële gevolge**

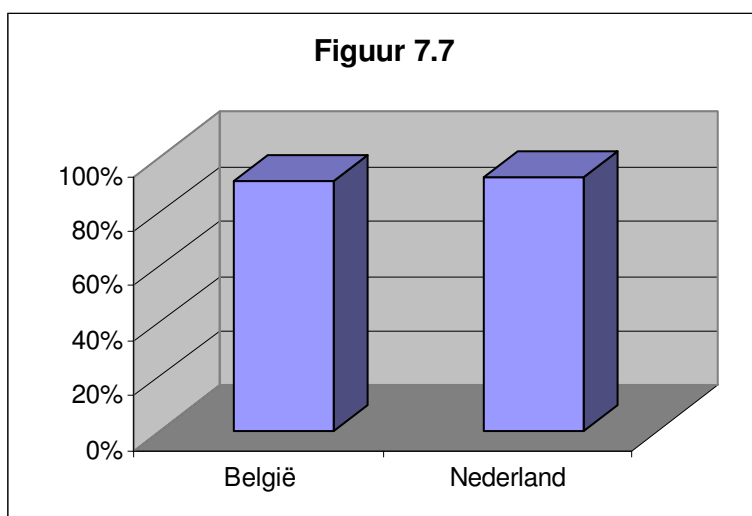


**e) Wordt er een omschrijving gegeven van de strategieën en processen waaruit het risicobeheersing - en controlesysteem bestaat?**

Tekortkomingen zoals die hierboven zijn aangehaald kunnen het best vermeden of opgelost worden met een effectief risicomanagement. Ook hierover dient er voldoende te worden geïnformeerd opdat de stakeholders op de hoogte zijn van de maatregelen die hieromtrent getroffen worden.

Op dit informatie-element wordt er in beide landen een hoge score behaald, te weten 93% voor de Nederlandse ondernemingen en 91% voor de Belgische ondernemingen.

**Figuur 7.7: Rapportering over de strategieën en processen van het risicobeheersing - en controlesysteem**



Er is evenwel een grote diversiteit op te merken in de manier waarop deze strategieën en processen worden toegelicht, maar ook in de mate van diepgang van de beschrijving. Sommige ondernemingen proberen deze informatie zo gestructureerd mogelijk weer te geven en gaan zo diep mogelijk in op het risicomanagement. Het Nederlandse bedrijf ASML scoort op haar jaarverslaggeving zeer goed en ook wat betreft het rapporteren over risicomanagement gaan zij een stap verder door duidelijk aan te geven op welke manier het risicomanagement gebeurt voor de verschillende

risicovormen. In dit verband werd hieronder een kort voorbeeld opgenomen ter verduidelijking

**ASML**

***Credit risk management***

*Financial instruments that potentially subject ASML to significant concentrations of credit risk consist principally of cash and cash equivalents, accounts receivable and derivative financial instruments used in hedging activities.*

*Cash and cash equivalents and derivative instruments contain an element of risk of the counterparties being unable to meet their obligations. This financial credit risk is monitored and minimized per type of financial instrument by limiting ASML's counterparties to a sufficient number of major financial institutions. Also, in response to the increased volatility of the financial markets, a material part of the cash and cash equivalents has been invested in government related securities. ASML does not expect the counterparties to default given their high credit quality.*

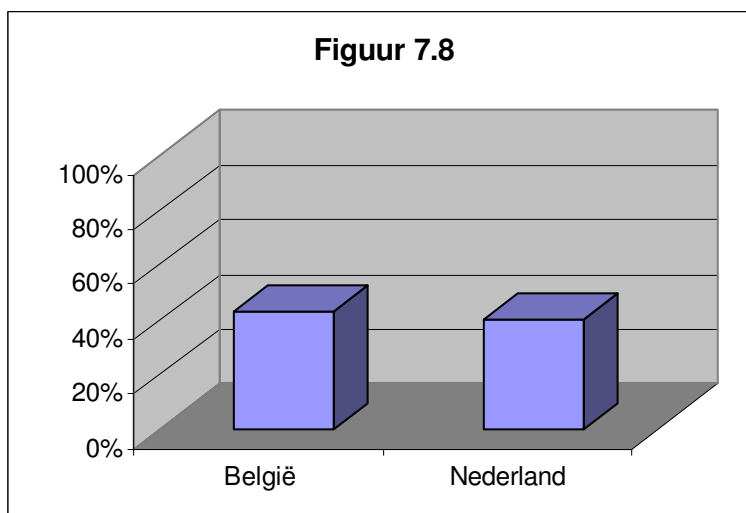
Aan de andere kant geven de hoge scores die de respectievelijke landen behalen niet aan dat er ten aanzien van dit criterium geen probleem heerst. Het is namelijk zo dat het overgrote gedeelte van de ondernemingen op enigerlei wijze heel algemeen wel aangeeft dat er in de organisatie een risicomanagement is uitgewerkt, maar als er meer in detail wordt ingegaan valt het op dat slechts weinig ondernemingen zich wagen aan een meer specifieke beschrijving.

**f) Worden de meetsystemen beschreven?**

De "Meetsystemen" verwijzen in dit onderzoek niet naar de manier waarop de risico's worden gemeten, maar waarop het risicomanagement wordt geëvalueerd. Slechts 40% van de Nederlandse en 43% van de Belgische ondernemingen gaven duidelijk aan hoe zij hun risicomanagement evalueren en welke besluiten er uit deze evaluatie getrokken kunnen worden.

In vergelijking met de hoge score die op het bovenstaande criterium werd behaald, is dit een zwak resultaat. Dit bewijst nog eens dat er wel vaag op elk van de criteria wordt ingegaan, maar dat hiermee nog geen bruikbare informatie wordt vrijgegeven.

**Figuur 7.8: Rapportering over de meetsystemen**



**g) Is er voor het risicomanagement en controlesysteem een verwijzing naar een referentiemodel opgenomen?**

Dit criterium kreeg slechts een positief antwoord wanneer er een expliciete vermelding van het referentiemodel werd opgenomen. De Nederlandse jaarverslagen waren in 46% van de gevallen van zulk een vermelding voorzien.

Bijna uitsluitend wordt het COSO-ERP model genoemd zoals dat eerder in de literatuurstudie werd besproken. In een enkel Belgisch geval werd er



verwezen naar de best practices van BASEL. In het jaarverslag van Ahold werd een verwijzing naar een referentiemodel opgenomen, en is hieronder als illustratie opgenomen.

**Ahold**

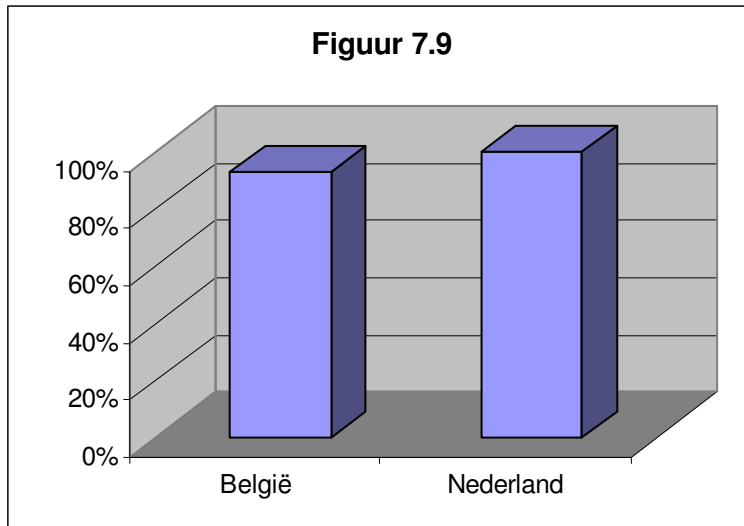
***Ahold Business Control Framework***

*We maintain the Ahold Business Control Framework (ABC Framework), which incorporates risk assessment, control activities and monitoring into our businesses. The aim of the ABC Framework is to provide reasonable assurance that risks to achieving important objectives are identified and mitigated. The framework is based on the recommendations of the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). Ahold has developed uniform governance and control standards in areas such as ethical conduct, contracts and agreements, accounting policies, and the financial closing process. These, and other Corporate Executive Board-approved policies and procedures, are incorporated into the ABC Framework as mandatory guidelines for all Ahold operating companies. Within the framework, management is responsible for local business operations, including risk mitigation and compliance with laws and regulations. Authority limits have been established to ensure that all expenditures and decisions are approved by the appropriate levels of management.*

***h) Worden de mogelijkheden om de risico's te verminderen beschreven?***

De onderstaande figuur geeft aan dat er op dit criterium zeer hoog wordt gescoord, te weten 93% voor België en 100% voor Nederland.

**Figuur 7.9: Rapportering over de mogelijkheden tot risicovermindering**



In bijna alle jaarverslagen van de beide landen wordt er dus gesproken over de mogelijkheden die in acht worden genomen om te trachten de risico's te verminderen of te vermijden. Toch wordt ook hier weer niet echt aan de informatiebehoeften van de stakeholders voldaan. Bijna altijd wordt er namelijk gesproken over hedging, waarbij het risico van een investering wordt afgedekt door middel van een andere investering, of over verzekeringen die worden aangelegd voor bepaalde risico's.

Deze manier van risicobeheersing betreft evenwel maar een klein gedeelte van de maatregelen die zullen moeten getroffen worden om de risico's effectief tegen te gaan. Meer dan ooit is het nodig de processen en procedures binnen de onderneming aan te passen om risico's op tijd te detecteren en aan te pakken. Informatie hieromtrent is zeer moeilijk, of zelfs onvindbaar in de jaarverslagen.

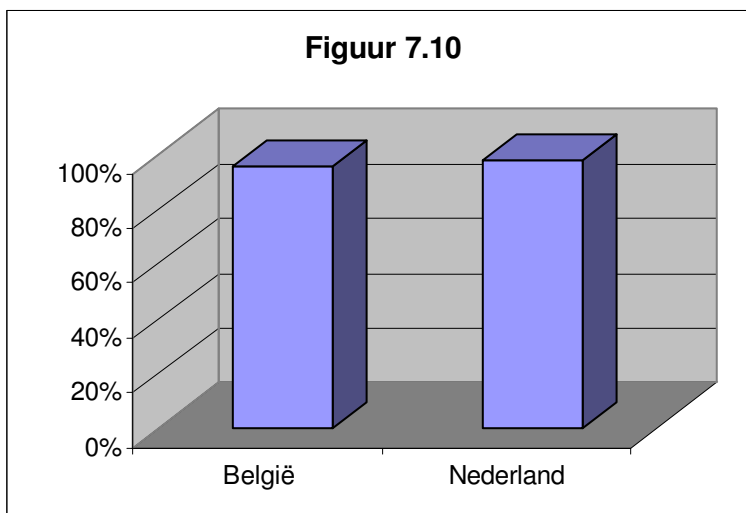
### 7.2.1.3 Informatie met betrekking tot de risico's van de onderneming

#### *i) Wordt er genoeg aandacht geschonken aan de verschillende categorieën van risico's?*

Dit criterium heeft niet als doelstelling een lange opsomming van mogelijke risico's terug te vinden in de jaarverslagen, maar eerder een duidelijke weergave van de risico's die voor de onderneming het belangrijkste zijn. Een zulke manier van rapporteren voorkomt dat de lezers verward raken en geen onderscheid kunnen maken tussen de bedreigende en minder belangrijke risico's.

In de eerder uitgevoerde literatuurstudie baseerde ik me op het COSO-raamwerk voor het opdelen van risico's in verschillende categorieën. In zowat alle onderzochte jaarverslagen werd er ingegaan op minstens twee van deze categorieën, waarbij vooral aan de financiële en operationele risico's veel aandacht wordt geschonken. Een mogelijke verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat de andere risico's als minder relevant worden beschouwd door de onderneming.

**Figuur 7.10: Aandacht voor risicocategorisering**

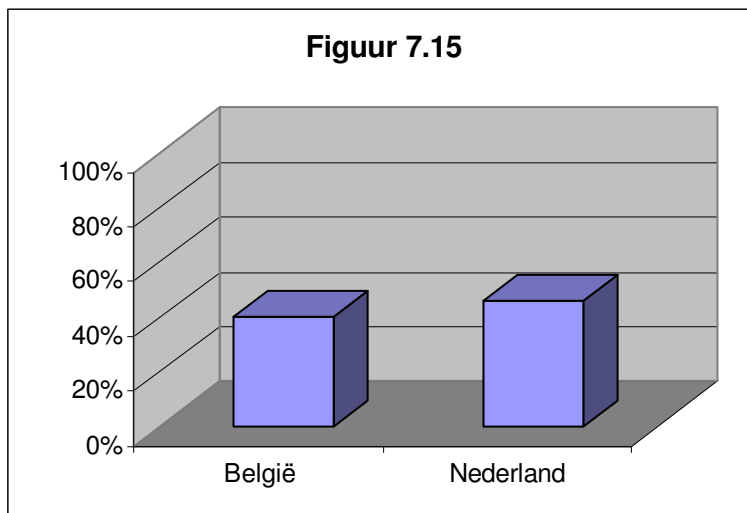


**j) Wordt er gerapporteerd over het marktrisico?**

Vaak wordt er in de jaarverslagen niet rechtstreeks naar het marktrisico verwezen, terwijl de ondernemingen in tijden van financiële crisis steeds meer te maken krijgen met prijswijzigingen in de reële waarde van financiële instrumenten. Verwijzingen naar onder andere wisselkoersrisico's en renterisico's zijn wel vaak terug te vinden.

Er werd alleen rekening gehouden met deze jaarverslagen die duidelijk de marktrisico's aangeven door ze ook onder deze benaming op te nemen en nadien zo nodig uit te diepen in specifiekere risico's. In 46% van de Nederlandse en 40% van de Belgische jaarverslagen was dit het geval. Voor België kan het jaarverslag van KBC als best practice dienen, voor Nederland was het dat van SNS REAAL. KBC geeft onder andere aan welke risico-indicatoren er gebruikt worden om het marktrisico te meten en analyseren. In het jaarverslag van SNS REAAL worden bij voorbeeld de resultaten van de Value at Risk-methode die gebruikt wordt om het marktrisico te meten, ook toegelicht.

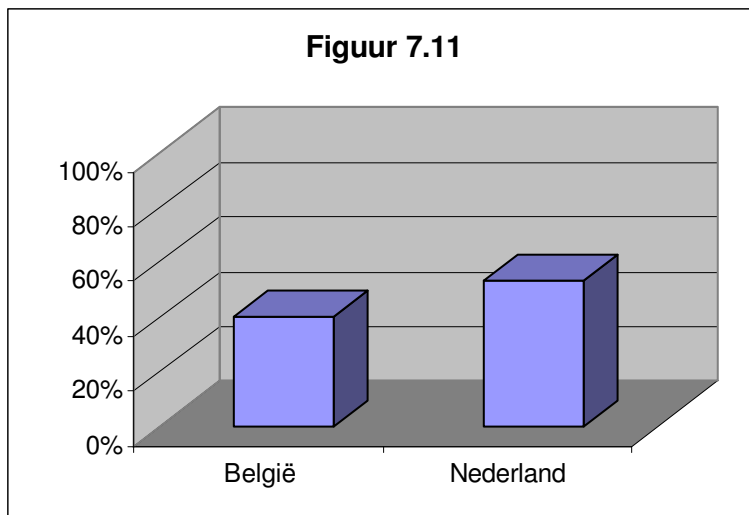
**Figuur 7.15: Rapportering over marktrisico**



**k) Wordt er een overzicht verstrekt van de belangrijkste risico's?**

Zoals al eerder vermeld is het de bedoeling dat de lezer van het jaarverslag goed kan uitmaken welke risico's voor de onderneming het belangrijkste zijn. Wanneer er in het jaarverslag een expliciete vermelding van deze risico's is opgenomen helpt dat de gebruikers een heel stuk verder in hun besluitvormingsproces. Er is weliswaar maar een beperkt aantal ondernemingen die deze informatie opneemt, zijnde 40% van de Belgische en 53% van de Nederlandse ondernemingen.

**Figuur 7.11: Overzicht van de belangrijkste risico's**



Het jaarverslag van de Nederlandse onderneming Accel Group vermeldt duidelijk dat er in het jaarverslag geen opsomming wordt gegeven van alle risico's die aan de onderneming verbonden zijn, maar dat het de bedoeling is een goed beeld te scheppen van de voornaamste risico's. Corio gaat anders te werk en geeft per COSO- risicocategorie de belangrijkste risico's weer. Als laatste voorbeeld kan Wereldhave worden aangehaald, die bij de beschrijving van haar belangrijkste risico's ook steeds cijfermatig aangeeft welke impact ze zouden kunnen hebben op het resultaat van de onderneming.

## Wereldhave

### **Belangrijkste risico's**

#### **Operationeel**

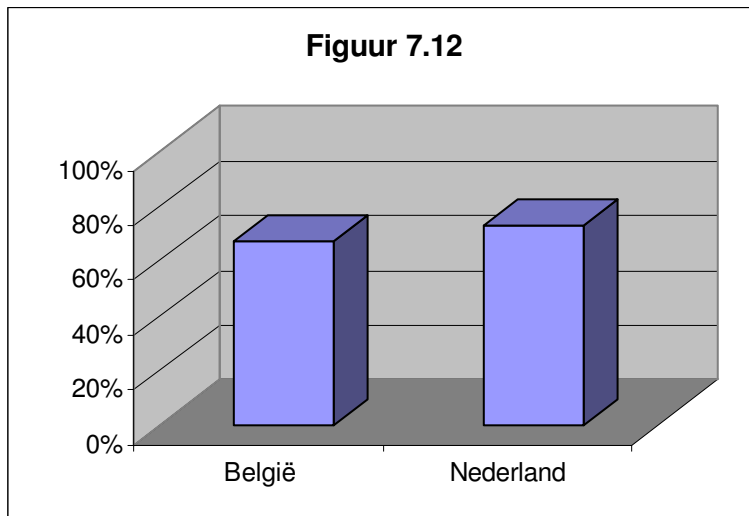
Het verhuurrisico omvat het risico van huurderoving wegens leegstand, de verhuurbaarheid en de huurprijsontwikkeling. De economische crisis kan ertoe leiden dat het langer duurt om leegkomende ruimte te verhuren, doordat bedrijven hun verhuisbeslissing uitstellen. Ook neemt de kans toe dat huurders hun verplichtingen niet langer kunnen nakomen. Met haar strategie van portefeullevernieuwing heeft Wereldhave een jonge, goed verhuurbare portefeulle van eersteklas vastgoed opgebouwd. De lokale managementorganisaties onderhouden rechtstreekse contacten met de huurders en rapporteren maandelijks over alle relevante marktontwikkelingen. Voorts beschikt Wereldhave over een afdeling Marktanalyse die de ontwikkelingen op de verschillende markten op de voet volgt en daarover rapporteert aan de Directie. Huren worden meestal vooruit betaald. Daarnaast vormen betalingsgaranties een vast onderdeel van de standaard huurovereenkomst van Wereldhave. Een 0,5% wijziging van de bezettingsgraad heeft een effect van € 0,9 mln op het direct resultaat (€ 0,04 per aandeel).

#### **1) Gaat het om niet systematisch risico's die met andere woorden specifiek zijn voor het bedrijf?**

Aangezien het beschrijven van bepaalde risico's wettelijk verplicht is kunnen ondernemingen dan ook niet anders dan deze te bespreken. Het gebeurt dan ook wel eens dat er een zeer algemene beschrijving van de risico's is terug te vinden in de jaarverslagen van de bedrijven, waarbij geen relatie wordt gelegd met de onderneming en deze als gevolg ook obligaaf overkomt bij de lezer.

Bij 67% van de Belgische en 73% van de Nederlandse jaarverslagen was dit niet het geval en is er een specifieke beschrijving van de risico's weergegeven, waarbij deze aan de ondernemingsspecifieke context worden gekoppeld.

**Figuur 7.12: Rapportering over niet systematisch risico**

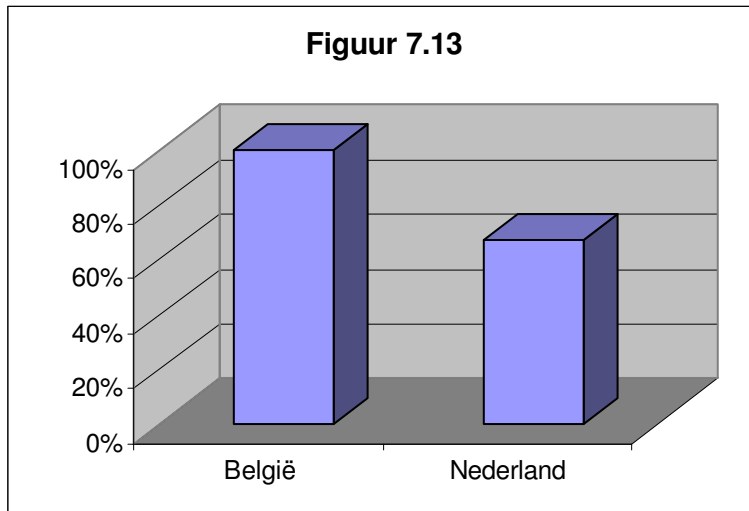


***m) Als het banken betreft, wordt er dan gerapporteerd over het treasury risk, risicostrategie en aandeelhoudersinformatie?***

Wat onmiddellijk opvalt bij de kwaliteitsmeting van de risicoverslagen, is dat de banken meer aandacht schenken aan de risicorapportering. Er is onder andere een meer uitgebreide bespreking terug te vinden over de risico's.

In twee van de drie banken uit de Nederlandse onderzoekspopulatie was er sprake van een uitgebreide beschrijving over treasury risk, risicostrategie en aandeelhoudersinformatie. Al de onderzocht Belgische financiële instellingen voldeden aan dit criterium.

**Figuur 7.13: Rapportering met betrekking tot treasury risk**



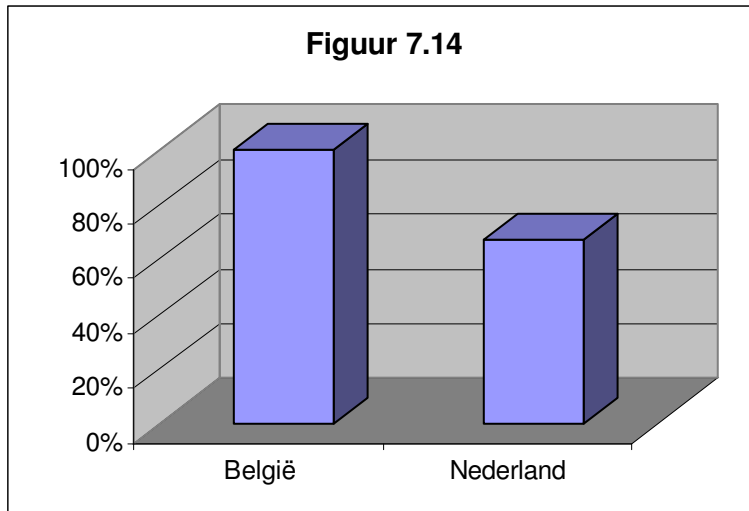
***n) Als het om verzekeringen gaat, wordt er dan gerapporteerd over risico's in verzekeringsschulden en investeringsrisico's?***

Aangezien het in dit geval gaat om financiële instellingen wordt er verwacht dat er een goede score zal bekomen worden. Het is namelijk zo dat deze ondernemingen beter scoren ten aanzien van verslaggeving daar hen ook meer verplichtingen worden opgelegd.

Twee van de drie verzekeringsmaatschappijen uit de Nederlandse onderzoekspopulatie geven duidelijk de verzekeringsrisico's aan. De twee Belgische verzekeringsmaatschappijen voldoen beiden aan dit criterium.



**Figuur 7.14: Rapportering met betrekking tot risico's in verzekeringsschulden en investeringsrisico's.**



***o) Wordt er een overzicht gegeven van het kredietrisico in trading?***

Door een onderscheid te maken in trading en non-trading activiteiten wordt er getracht de bedrijven aan te moedigen bij de risicorapportering rekening te houden met de bedrijfsstructuur en de productmix van het bedrijf. Zoals al eerder vermeld wordt zo duidelijk dat risicorapportering verder gaat dan de handelsactiviteiten van het bedrijf. Even belangrijk zijn namelijk de risico's die betrekking hebben op niet-handelsactiviteiten.

Op dit criterium werd in zeer uitzonderlijke gevallen een verwijzing naar gevonden. Voor België en Nederland was er telkens maar 1 onderneming die er aan voldeed, en dan ook nog niet helemaal zoals dat gewent is.

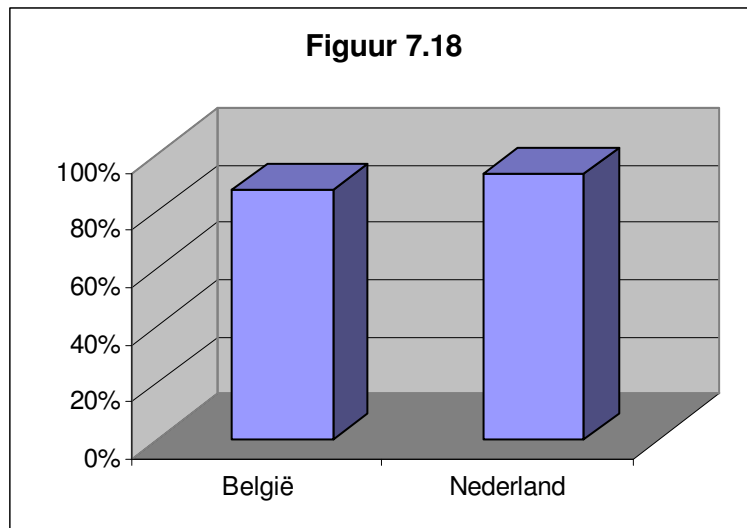
Dit criterium zal in het verdere onderzoek opgenomen worden in een simulatie om na te gaan wat haar invloed is op de gemiddelde eindscore. Verwacht wordt dat de slechte score op dit criterium de resultaten niet al te veel zal beïnvloeden, aangezien aan dit informatie-element slechts een lage score werd gegeven door de analisten.

**p) Is er een kwantificering van de risico's terug te vinden?**

Er werd door het IFRS de verplichting opgelegd risico's nader te kwantificeren. Er is dan ook een hoge score behaald op dit criterium, zijnde 93% voor Nederland en 87% voor België. Dit betekent niet dat er hieromtrent geen transparantieproblemen bestaan, aangezien de vraag naar de informatie over kwantificering van risico's ook hier weer op een eigen manier door de ondernemingen is geïnterpreteerd. Sommige ondernemingen gaven een uitgebreide beschrijving van deze kwantificering en vermeldde ook duidelijk dat het om een kwantificering van de belangrijkste risico's gaat. Andere ondernemingen plakken een cijfer op de risico's zonder echt uitleg te geven waar ze vandaan komen, of geven simpelweg aan dat de kans op het voorkomen van de risico's al dan niet hoog is.

Deze hoge percentages zorgen ervoor dat de gemiddelde scores van bijna alle ondernemingen zullen stijgen, hetgeen misschien wel onterecht is. Om deze reden zal ook dit criterium bij de simulaties opgenomen worden om na te gaan wat de scores zullen zijn als het wordt weggelaten uit de kwaliteitsmeting.

**Figuur 7.18: Kwantificering van de risico's**



Een "best practice" ten aanzien van dit informatie-element is terug te vinden in het jaarverslag van FUGRO.

**Fugro**

***Risk management***

***General***

*Fugro's risk management policy is aimed at the long-term sustainable management of its business activities and the limiting or, where meaningful, hedging of the risks. Due to the wide diversity of markets, clients and regions and its broad portfolio of activities, quantifying all of the existing risks relevant to the Group as a whole is virtually impossible. Risks are, however, quantified and wherever possible and useful. This applies in particular to the influence of the US Dollar and the British pound.*

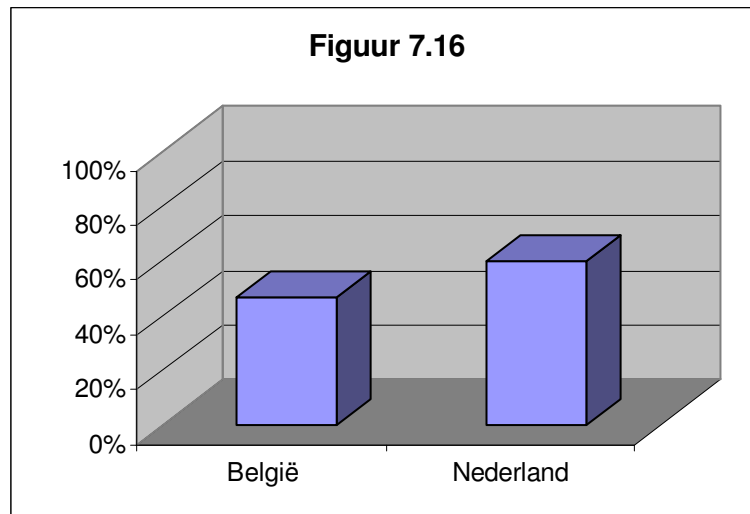
*See pages 24 and 25.*

**q) Wordt er informatie verstrekt over de omvang van de risico's in termen van impact op het resultaat?**

Er wordt haast altijd wel gesproken over een mogelijke impact van risico's op het resultaat, maar ook hier kan de dieptegang weer erg verschillen. Vaak blijven de bedrijven ook hier heel algemeen door slechts te vermelden dat de risico's een negatieve impact op het resultaat van de onderneming zou kunnen hebben. Enkele bedrijven gaven echter duidelijk aan wat er dient te worden verstaan onder deze impact. Zo kan in dit verband Delhaize als voorbeeld dienen (pg 59), zoals hieronder in aangegeven.

Over de gehele onderzoekspopulatie voldeed 47% van de Belgische ondernemingen aan dit criterium, voor de Nederlandse bedrijven was dat 60%.

**Figuur 7.16: Rapportering over impact van risico's op resultaat**



**Delhaize**

De sensitiviteitssanalyse, zoals opgenomen in de tabel hiernaast, schat de impact op de winsten verliesrekening en het eigen vermogen van een parallelle verschuiving in de rentevoetcurve in. De verschuiving in deze curve is gebaseerd op de standaarddeviatie van de dagelijkse volatiliteit van de referentierentevoeten. (Euribor 3 maanden en Libor 3 maanden) in de loop van het jaar met een betrouwbaarheidsinterval van 95%. De verwachte mogelijke impact op de nettowinst en het eigen vermogen is gestegen tegenover 2007 door een hogere volatiliteit van de rentevoeten in 2008.

**r) Wordt de kans dat deze risico's zich voordoen aangegeven?**

De onderzochte ondernemingen, zowel in België als in Nederland, scoorden op dit criterium uitermate zwak. Er is vaak wel een opsomming terug te vinden van de risico's die zich mogelijk zouden kunnen ontwikkelen, maar nergens gaat men dieper in op de kansen dat deze risico's zich ook effectief voordoen. Mogelijk is dit het gevolg van de moeilijkheid die er bestaat om concrete inschattingen te maken van de kans dat een bepaalde situatie zich daadwerkelijk voordoet.

In het risicorapport van KBC (pagina 58 en 59) uit de Belgische onderzoeksgroep, is er met betrekking tot de kredietportefeuille wel een vermelding opgenomen van de kans op het in gebreke blijven.

**KBC**

**Toezicht en bewaking.**

*De kredietbewaking wordt in hoofdzaak gestuurd door de risicoklasse, waarbij een onderscheid wordt gemaakt op basis van de Probability of Default (PD), of de kans op een in gebreke blijven, en de Loss Given Default (LGD), of het verwachte verlies in het geval dat een debiteur in gebreke blijft. De kans daarop wordt geschat als de PD.*

*De normale kredietportefeuille wordt ingedeeld in interneratingklassen gaande van 1 (laagste risico) tot 9 (hoogste risico) voor de PD en - in een aantal onderverdelingen - voor LGD. Kredieten aan grote ondernemingen worden minstens jaarlijks herzien. Daarbij wordt minstens de interne rating aangepast. Kredieten aan kleinere en middelgrote ondernemingen worden vooral herzien op basis van risicosignalen (bijvoorbeeld een beduidende wijziging van de risicoklasse). Een lid van een hoger kredietcomité houdt bovendien toezicht op de beslissingen van het onmiddellijk lagere delegatie-echelon door de beslissing te toetsen aan het kredietbeleid. Kredieten aan particulieren*

*worden gezamenlijk herzien tijdens periodieke screenings.*

*PD-klasse 10 betreft nog performing debiteuren, dat wil zeggen dat ze met hun rente- en hoofdsombetalingen niet meer dan negentig dagen achterstaan of in overschrijding zijn, maar dat er reden is om te geloven dat ze niet (op tijd) zullen betalen, bijvoorbeeld omdat deze debiteuren al 45 of meer dagen (maar niet meer dan 90 dagen) met hun betaling achterstaan of in overschrijding zijn.*

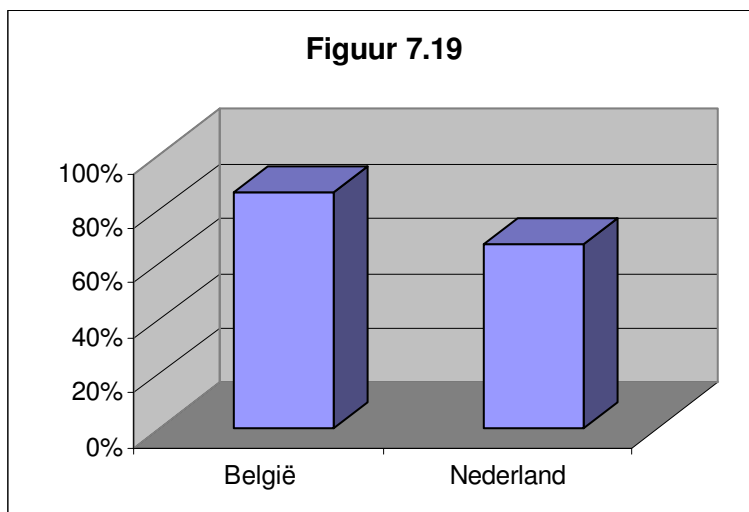
#### 7.2.1.4 Wijze van presentatie van de risico-informatie

##### a) *Werd de risico-informatie zo veel mogelijk samen geplaatst in het jaarverslag?*

Opdat de informatie zo toegankelijk mogelijk is voor de gebruiker van het jaarverslag wordt de informatie met betrekking tot de risico's van de onderneming en risicobeheersing, best samen geplaatst. Aanvankelijk leek dit geen belangrijk criterium te zijn en werd het niet in de lijst opgenomen. De analisten gaven echter spontaan aan dat zij enig belang hechten aan dit feit. Ik ben dan ook nagegaan in hoeverre de ondernemingen hieraan gevolg geven.

Het valt op dat, ondanks het feit dat de Nederlandse jaarverslagen over het algemeen beter scoren dan de Belgische, België er hieromtrent beter voor staat. 86% van de Belgische jaarverslagen plaatsten de risico-informatie zo veel mogelijk samen, tegenover 67% Nederlandse jaarverslagen. Veel zegt dit natuurlijk niet over de uiteindelijke informatie-inhoud, maar praktisch gezien betekent dit wel een betere score op de kwaliteit.

**Figuur 7.19: Risico-informatie op een plaats samengebracht in het jaarverslag**



**b) Wordt er gebruik gemaakt van commentaren en voetnota's**

Dit lijkt op het eerste gezicht een onnodig criterium, daar er in de meeste jaarverslagen ergens wel voetnota's en commentaren opgenomen zijn. Maar slechts weinig van deze bieden ook effectief een meerwaarde bij de besluitvorming. Alleen bij die waar dat wel het geval was werd een positieve beoordeling op het betreffende criterium bekomen. In respectievelijk België en Nederland waren er dan ook maar vier, en twee gevallen die aan dit criterium voldeden.

Het jaarverslag van Fortis kan in dit geval als voorbeeld worden beschouwd. Er worden hier en daar belangrijke gebeurtenissen van het voorbije jaar in de voetnota geplaatst, zo ook enkele nuttige websites. Deze maken het mogelijk de informatie beter te interpreteren.

### 7.2.2 Resultaten per onderneming

Het bespreken van de resultaten per onderneming maakt het mogelijk de jaarverslagen van de ondernemingen met de beste scores te gebruiken als referentiekader om best practices en aanbevelingen te benoemen.

**Tabel 7.2:** De rangschikking van de ondernemingen.

<b>België</b>		<b>Nederland</b>	
KBC	79%	ASML	78%
Fortis	72%	SNSReaal	77%
Befimmo	64%	Fugro	76%
Solvay	60%	BinckBank	70%
NPM	60%	ING	68%
Confinimmo	59%	TelegraafMediaGroep	67%
AB-Inbev	51%	Wereldhave	65%
Delhaize	48%	Corio	60%
Umicore	47%	Ahold	56%
Mobistar	46%	ACCEL-GROUP	56%
GBL	46%	Stork	54%
Colruyt	46%	WoltersKluwer	49%
UCB	41%	SpykerCars	47%
Omega-Pharma	37%	ReedElsevier N.V	46%
Belgacom	12%	HITT	40%
<b>Gemiddelde eindscore</b>	<b>51%</b>	<b>Gemiddelde eindscore</b>	<b>60%</b>

Uit tabel 7.2 blijkt dat KBC in België de hoogste score behaalt en ASML in Nederland. Van die twee heeft KBC de hoogste eindscore. Deze beide ondernemingen zullen hierna verder worden geanalyseerd.

#### 7.2.2.1 Nadere analyse van de twee beste jaarverslagen

Hieronder zal uitgebreid worden ingegaan op de verslaggeving van de twee best scorende ondernemingen, die hierboven al werden vernoemd.



## **KBC**

KBC is actief in de financiële sector en heeft bijgevolg een groter aantal regels waaraan ze dient te voldoen. Dit heeft waarschijnlijk geleid tot deze, in vergelijking met de rest uit de onderzoeksgroep, informatieve risicorapportering.

Om te beginnen wordt er aan het begin van het jaarverslag van KBC een duidelijk beeld gegeven van de onderneming. Niet alleen wordt de juridische structuur van de groep in schemavorm weergegeven, ook wordt uitgelegd waar de strategische focus van de groep ligt en wordt er meer informatie gegeven over de aandeelhouders van de groep. Het gaat hier allemaal om niet te missen informatie bij de besluitvorming over een bepaalde onderneming. Er wordt niet expliciet gesproken over de houding van de groep ten opzichte van risico maar wel wordt er vrijgegeven dat in overeenstemming met de verwachte lagere opbrengsten het risicoprofiel naar beneden zal worden gehaald.

In het jaarverslag wordt er wel aangegeven dat het opzetten, implementeren en in stand houden van een interne controle met betrekking tot het opstellen en de getrouwe weergave van de geconsolideerde jaarrekening die geen afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of het maken van fouten bevat, binnen de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur valt. Er wordt met andere woorden niet duidelijk vermeld dat de deze controlesystemen ook daadwerkelijk hebben geleid tot een verslaggeving die geen onjuistheden van materieel belang bevat. Er wordt verder ook niet aangehaald dat de controlesystemen in het verslaggevingsjaar naar behoren hebben gewerkt.

Het risicobeheer wordt goed en uitgebreid uitgelegd, met allereerst een bespreking van de verantwoordelijkheden en taken met het oog op het beheer van de waardecreatie en alle daaraan verbonden risico's. Stapsgewijs is daarbij de werking van het gehele risicobeheer uitgelegd, en met behulp van een organigram geïllustreerd. Nadien wordt het risicobeheer per risicosoort verder beschreven. In vergelijking met de meeste andere onderzochte jaarverslagen is deze manier van verslaggeving een verademing aangezien er niet zelf naar antwoorden moet worden gezocht binnen het jaarverslag, maar hier de informatie op een duidelijke en bruikbare manier wordt weergegeven.

Om een goed risicobeheer te verzekeren geeft KBC ook nog aan dat er periodieke risicocontroles worden uitgevoerd en het risicobeheer voldoende wordt gecontroleerd. Er wordt daarbij uitgelegd welke maatregelen en processen daarvoor binnen de onderneming van toepassing zijn.

Met betrekking tot het marktrisico wordt er uitvoerig ingegaan op het asset-liability management dat betrekking heeft op het beheer van de structurele risico's ten aanzien van de macro-economische risico's die de groep loopt. Ter verduidelijking wordt er nog een definitie gegeven van structurele risico's:" Met *structurele risico's* worden alle risico's bedoeld die inherent deel uitmaken van de commerciële activiteit van KBC of de langetermijnposities aangehouden door de groep (bank en verzekeraar). De Value at Risk-meetmethode die in het vijfde hoofdstuk al terug te vinden was bij de bespreking van de internationale studierapporten wordt ook hier gebruikt. Er wordt vermeld:" het gebruik van een Value-at-Risk (VAR)-meetmethode voor de verschillende risicocategorieën binnen de hele groep in het kader van de risicobudgettering en -begrenzing. Deze VAR meet het maximale verlies dat kan optreden over een tijdshorizon van 1 jaar met een bepaald betrouwbaarheidsniveau (99%-kwantiel) als gevolg van rentebewegingen en andere marktwaardeschommelingen. Sommige risicoparameters (namelijk inflatieverwachtingen en vastgoedramingen, correlaties verbonden aan die risicoklassen) zijn gebaseerd op adviezen van expert". Omdat volgens KBC dit VAR-model de mogelijke verliezen alleen in normale marktomstandigheden berekent, maakt zij ook gebruik van stresstests die de invloed van bijzondere omstandigheden en gebeurtenissen met een lage waarschijnlijkheid berekenen. De historische en hypothetische stresstestscenario's incorporeren zowel het marktrisico als de liquiditeitsaspecten van marktverstoringen. De resultaten van deze werkwijze zijn verspreid, al naargelang de risicosoort, opgenomen in het jaarverslag.

KBC is een van de weinige ondernemingen die overgaat tot het kwantificeren van de risico's. Zo werden er, om de kredietrisico's te kwantificeren, verschillende ratingmodellen ontwikkeld die bruikbaar zijn zowel voor de bepaling van de kredietwaardigheid van debiteuren als voor de inschatting van het verwachte verlies van de verschillende types van transacties.

Ook de omschrijving van de kansen dat bepaalde risico's zich kunnen voordoen zijn bij vele ondernemingen nergens terug te vinden. KBC vermeldt onder andere dat de kredietbewaking in hoofdzaak gestuurd wordt door de risicoklasse, waarbij een onderscheid wordt gemaakt op basis van de Probability of Default (PD), of de kans op een in gebreke blijven, en de Loss Given Default (LGD), of het verwachte verlies in het geval dat een debiteur in gebreke blijft. De kans daarop wordt geschat als de PD.

De hierboven opgenomen bespreking geeft duidelijk aan dat er in het jaarverslag van KBC erg is getracht de risico's zo specifiek mogelijk te bespreken en algemene omschrijvingen zo veel mogelijk zijn vermeden. Dit samen duidelijke uitleg en de presentatie van de risico-informatie, die zo veel mogelijk werd samen geplaatst en werd duidelijk gemaakt aan de hand van illustraties, zorgt ervoor dat het jaarverslag van KBC als voorbeeld kan worden beschouwd bij risicorapportering.

Uiteraard staat deze conclusie in schril contrast met de zware problemen die KBC in 2008 en 2009 heeft ondervonden met de kredietcrisis en waarbij vooral in 2009 ernstige vragen gesteld werden bij de rapportering van de "toxische producten" en de inschatting van de gerelateerde verliezen. De uitgebreide rapportering in het jaarverslag 2008 beantwoordt blijkbaar toch niet aan de echte informatiebehoeften in een crisissituatie. Ook is het mogelijk dat precies omdat de onderneming zich bewust was van een aantal risico's, de rapportering in het algemeen uitgebreider gebeurde dan bij andere ondernemingen. De goede score kan dus deels een gevolg zijn van een indekking tegen kritiek, en deels van de door gehanteerde criteria die niet specifiek op crisissituaties zijn gericht.

#### **ASML**

Ook ASML geeft aan het begin van haar jaarverslag informatie over het bedrijf (business model, history, property plant and equipment). Er wordt daarbij ook ingegaan op de risicofactoren waarmee de onderneming geconfronteerd zou kunnen worden. Hierbij blijft ze zo specifiek mogelijk door eerst in te gaan op de risico's gerelateerd aan het bedrijfssegment waarin ze zich bevindt, en nadien te vertellen over de risicofactoren die gerelateerd aan ASML in het bijzonder. Er wordt wel geen informatie gegeven over de risicohouding van de onderneming hetgeen een minpunt vormt. Door de uitgebreide bespreking van de risicofactoren wordt de verwachting gecreëerd

dat er zal worden vrijgegeven hoe de onderneming ten opzichte van deze risico's staat.

Er wordt in het jaarverslag verteld dat er wordt gerapporteerd volgens de standaarden van de PCAOB. Volgens deze standaarden moet ervoor worden gezorgd dat de risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat. ASML vermeldt dit, volgens hen heeft het risicobeheersings- en controlesysteem in het verslagjaar naar behoren gewerkt.

Het risicomanagement wordt niet algemeen besproken, maar in detail behandeld. Op deze manier wordt er een duidelijk overzicht gegeven van de verschillende manieren waarop de diverse kredietsoorten worden behandeld. Verder wordt ook nog informatie verschaft over de evaluatie van de controlesystemen die binnen de onderneming van toepassing zijn. Ook het resultaat van deze evaluatie wordt daarbij vermeld. Een pluspunt bij dit jaarverslag is dat er ook duidelijk wordt aangegeven dat er in het verslagjaar geen wijzigingen in het risicomanagement zijn aangebracht.

Zeer informatief zijn verder nog de sensitiviteitsanalyses die in het jaarverslag zijn opgenomen. Zo wordt er een duidelijk beeld gegeven van de omvang van risico's in termen van impact op resultaat. Samen met de kwantificering van de risico's die ook terug te vinden is in het jaarverslag, kunnen de risico's bij de besluitvorming zo goed mogelijk in kaart worden gebracht.

Ondanks enkele minpunten, zoals het ontbreken van informatie over de kans dat bepaalde risico's zich voordoen, kunnen uit dit jaarverslag van ASML dus een aantal best practices worden aangeduid ten aanzien van de risicorapportering.

#### **7.2.2.2 Simulaties**

Het is belangrijk verder nog enkele simulaties uit te voeren, zoals al eerder werd aangehaald. Deze zijn nodig aangezien enkele criteria op zeer verschillende manieren geïnterpreteerd kunnen worden, en dus ook een diverse invloed kunnen hebben op de resultaten. Maar ook omdat op bepaalde

niet al te belangrijke criteria zeer slecht werd gescoord en er dus een neerwaarts effect ontstaat op de resultaten.

Er zal zo te werk worden gegaan dat deze criteria in combinatie of apart weggelaten zullen worden uit de beoordelingslijst. Het resultaat van deze simulaties zal ons dan duidelijk kunnen maken in welke mate deze criteria de uitkomst beïnvloeden en of er sprake zal zijn van een andere rangschikking dan hierboven werd vermeld.

#### **Simulatie 1: weglating criterium h**

Dit criterium werd weggelaten omdat er een hoge score voor werd behaald, terwijl er op verscheidene manieren aan voldaan kan worden waarbij de ene rapportering veel informatiever is dan de andere.

#### **Simulatie 2: weglating criterium o**

Dit criterium werd weggelaten omdat er zeer slecht op werd gescoord en het dus voor vrijwel alle ondernemingen een lager gemiddelde als gevolg heeft. Het betreft echter een criterium waaraan de lezer van het jaarverslag niet al te veel aandacht schenkt. Het is dus nuttig de invloed ervan uit te schakelen en na te gaan welke resultaten dit oplevert.

#### **Simulatie 3: weglating criterium p**

De reden voor de weglating van dit criterium is vergelijkbaar met de uitleg voor de weglating van criterium h. Ook hier werd er met andere woorden een hoge score behaald, ondanks het feit dat er van een zeer uiteenlopende dieptegang kan gesproken worden. Bij sommige ondernemingen werden verschillende berekeningen en tabellen opgenomen om de risico's zo veel mogelijk te kwantificeren. Anderen zorgen voor een bepaalde vorm van kwantificering, maar geven hiermee niet de nodige informatie vrij.

In beide gevallen zal de gemiddelde eindscore stijgen, hetgeen een vertekend beeld kan vormen van de uiteindelijke resultaten.

**Simulatie 4: weglating criterium h, o, p**

Met deze simulatie wordt er nagetrokken welk het effect is van de weglating van de drie hierboven genoemde criteria.

**Tabel 7.3:** Simulaties

<b>Belgie</b>	<b>Sim. 1</b>	<b>Sim. 2</b>	<b>Sim. 3</b>	<b>Sim. 4</b>	<b>Nederland</b>	<b>Sim. 1</b>	<b>Sim. 2</b>	<b>Sim. 3</b>	<b>Sim. 4</b>
<b>KBC</b>	78%	78%	78%	77%	<b>ASML</b>	77%	77%	77%	76%
<b>Fortis</b>	70%	71%	71%	71%	<b>SNS REAAL</b>	76%	79%	76%	80%
<b>Befimmo</b>	63%	63%	63%	60%	<b>Fugro</b>	75%	78%	75%	79%
<b>Solvay</b>	61%	62%	59%	61%	<b>BINCKBANK</b>	69%	71%	69%	72%
<b>NPM</b>	61%	62%	59%	61%	<b>ING</b>	67%	70%	67%	70%
<b>Confinimmo</b>	60%	58%	58%	57%	<b>TelegraafMedia Groep</b>	66%	69%	66%	66%
<b>AB-Inbev</b>	52%	49%	49%	51%	<b>Wereldhave</b>	64%	67%	64%	67%
<b>Delhaize</b>	49%	49%	46%	51%	<b>Corio</b>	59%	62%	59%	65%
<b>Umicore</b>	47%	49%	46%	47%	<b>AHOLD</b>	55%	57%	45%	59%
<b>Mobistar</b>	45%	47%	44%	54%	<b>ACCEL-GROUP</b>	55%	54%	51%	56%
<b>GBL</b>	46%	48%	45%	49%	<b>STORK</b>	53%	56%	53%	55%
<b>Colruyt</b>	49%	47%	44%	48%	<b>WOLTERS KLUWER</b>	48%	51%	48%	49%
<b>UCB</b>	40%	42%	39%	39%	<b>SPYKERCARS</b>	46%	49%	46%	47%
<b>Omega- Pharma</b>	36%	38%	38%	35%	<b>REEDELSEVIERS</b>	45%	49%	46%	47%
<b>Belgacom</b>	10%	12%	12%	10%	<b>HITT</b>	39%	41%	41%	42%
<b>Gemiddelde eindscore</b>	<b>51%</b>	<b>52%</b>	<b>50%</b>	<b>51%</b>	<b>Gemiddelde eindscore</b>	<b>60%</b>	<b>62%</b>	<b>59%</b>	<b>62%</b>

Uit de berekeningen kan worden afgeleid dat voor de Belgische jaarverslagen KBC het hoogst blijft scoren. Vooral voor Mobistar is er een belangrijk verschil tussen de beste en de slechtste score, voor de meeste andere ondernemingen is het verschil beperkt. Voor de Nederlandse jaarverslagen ligt de situatie aan de top anders: SNS REAAL en FUGRO scoren in twee van de vier simulaties beter dan ASML dat bij de eerste berekening het beste

resultaat behaalde. Ook hier is verder de invloed op de meeste ondernemingen beperkt, met uitzondering van Ahold.

Over het algemeen kan worden besloten dat voor België het effect op de gemiddelde eindscore van de in de simulaties opgenomen criteria varieert van -1% tot +1%. Voor de Nederlandse jaarverslagen betreft dit een effect van -1% tot +2%. De resultaten zijn dus vrij robuust.

### **7.3 Samenvatting**

In dit hoofdstuk werden de resultaten van het empirisch onderzoek naar de kwaliteit van risicorapportering besproken. Dit onderzoek werd uitgevoerd met behulp van de in het vijfde hoofdstuk samengestelde lijst van kwaliteitscriteria. Aan de hand van deze lijst werden 30 beursgenoteerde Belgische en Nederlandse ondernemingen aan een kwaliteitsanalyse onderworpen. Dit met het oog op het bekomen van meer inzicht in risicorapportering in de betreffende landen, en het kunnen aangeven van die aspecten waarop de verslaggeving nog kan verbeteren om beter aan de wensen van de gebruikers tegemoet te komen.

De resultaten werden eerst per criterium besproken om zo de "zwakke plekken" van de risicoverslaggeving te ontdekken. Daaruit bleek dat de meeste ondernemingen wel enige risico's benoemen die zij zien binnen hun ondernemingen, de branche en de markt waarop zij opereren. Vaak zijn het echter algemene en obligaate verhalen waarbij niets wordt gezegd over de kans dat een risico zich daadwerkelijk voordoet.

Nadien werden de prestaties van de individuele ondernemingen gerangschikt waarbij KBC voor België, en ASML voor Nederland de beste scores haalden. KBC haalde een opmerkelijke score van 85%, ASML behaalde 78%. Deze jaarverslagen werden dan ook nader geanalyseerd om meer inzicht te krijgen in de goede onderdelen van de beide risicorapporten. De methodiek die de beide ondernemingen hanteerden bij het rapporteren van risico's kan worden beschouwd als voorbeeld van "best practices".

Het hoofdstuk werd beëindigd met enkele simulaties om na te gaan wat de invloed van bepaalde criteria is. Hieruit kan worden besloten dat bij de gemiddelde eindscores uit tabel 7.2 voor de beide landen rekening moet

worden gehouden met een neerwaarts effect van criterium o van 2%. Criterium p levert voor de respectievelijke landen een opwaarts effect op van 1%. De simulaties leverde voor België geen andere plaats op voor het hoogst genoteerde KBC. In Nederland is dit niet het geval en zijn er zelfs twee ondernemingen die bij enkele simulaties beter scoren dan ASML dat oorspronkelijk als eerste stond genoteerd.



## 8 Aanbevelingen

Daarom worden hieronder een aantal aanbevelingen opgenomen, die voortkomen uit het empirisch onderzoek dat werd uitgevoerd. Deze hebben betrekking op de criteria waarop door de ondernemingen slecht is gescoord, en zijn in principe dus verbeterpunten waaraan nog dient gewerkt te worden om te komen tot een kwalitatieve risicorapportering zoals die door de gebruikers wordt gewenst. Ik ga er dus vanuit dat verbetering van de kwaliteit in de eerste plaats mogelijk is door meer informatie-elementen op te nemen die door de analisten zijn gewenst.

### **Aanbeveling 1:**

*Meer informatie over de risicohouding van de onderneming.*

Het informeren over de risicohouding is een complexe taak voor de onderneming daar deze te maken krijgt met diverse belanghouders die allen anders tegenover risico staan. Om ze allemaal tevreden te stellen is het dus belangrijk een evenwicht te vinden tussen deze verschillende zienswijzen, hetgeen niet altijd even makkelijk is. Als gevolg opteren de ondernemingen er vaak voor gewoon niet over dit onderwerp verslag te geven om zo mogelijke negatieve effecten ervan te vermijden.

Nochtans zijn er een aantal voordelen verbonden aan het juist in kaart brengen van de risicohouding. Om te beginnen wordt er met deze aanpak duidelijkheid geschapen over de risico's die de onderneming bereid is aan te gaan. En bovendien ontstaat er zo een consistente communicatie met de verschillende stakeholders die bijgevolg meer vertrouwen krijgen in de onderneming. Verder is ook gebleken dat het falen van het risicomanagement vaak gepaard gaat met het aangaan van risico's die niet goed begrepen zijn of te veel worden bekeken vanuit het standpunt van een specifieke groep van stakeholders.

Als een onderneming er dan uiteindelijk voor kiest de risicohouding duidelijk te maken in het jaarverslag is het zeer belangrijk hier niet te algemeen over te rapporteren of andere bedrijven uit dezelfde bedrijvensector na te bootsen. De risicohouding is namelijk erg gebonden

aan de cultuur, strategie en competitieve positie van de onderneming en kan zelfs verschillen per business unit.

Om de beschrijving van de risicohouding zo goed mogelijk te laten verlopen, werden al verschillende onderzoeken uitgevoerd die tot doel hadden te resulteren in een zo informatieve en bruikbare beschrijving als mogelijk. Er bestaat een gids met richtlijnen die opgesteld werd door HM treasury uit het Verenigd Koninkrijk en terug te vinden is op de website: hm-treasury.gov.uk. Hierin heeft men het onder andere over de stappen die ondernomen moeten worden om uiteindelijk de risicohouding van de onderneming te kunnen definiëren. Er is ook in de gids terug te vinden welke grote groepen van risicohoudingen er over het algemeen in gebruik zijn samen met enkele voorbeelden van gedragingen die binnen elk van deze groepen passen. Vervolgens zijn er enkele grafische illustraties terug te vinden die helpen bij het in kaart brengen van de gedefinieerde risicohouding.

#### **8.1 Informatie met betrekking tot risicomangement**

##### **Aanbeveling 2:**

*Wanneer dat het geval is, duidelijk verklaren dat het risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat, en dat deze in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt.*

Deze aanbeveling heeft betrekking op de Belgische jaarverslagen waarin slechts in 40% van de gevallen een zulke verklaring is opgenomen. In vergelijking met de Nederlandse jaarverslagen, die in 80% van de gevallen deze verklaring opnamen, is dit erg slecht. Het goede resultaat dat in Nederland werd vastgesteld heeft te maken met de aanbevelingen van de Monitoring Commissie, die toezicht houdt op de toepassing en naleving van de "code Tabaksblat". Om zoveel mogelijk aan te sluiten bij internationaal gangbare best practices en heersende opvattingen over de praktische uitwerking daarvan, werd door haar deze aanbeveling uitgesproken.

Deze verklaring ten aanzien van de zekerheid van de financiële verslaggeving, betekent anders gezegd dat de accountant van een onderneming

met een behoorlijke stelligheid kan oordelen dat de informatie betrouwbaar is. Dit is de hoogst mogelijke mate van zekerheid waarover de accountant zich kan uitspreken. Een absolute zekerheid is namelijk niet mogelijk of zou op zijn minst erg kostbaar zijn, waardoor het economisch ook niet haalbaar is.

De Monitoring Commissie is van mening dat er door het opnemen van deze verklaring een goed oordeel kan worden gevormd over de mate waarin de doelstellingen van de ondernemingen worden behaald. Ook zou het jaarverslag dan een getrouw beeld geven van de gang van zaken gedurende het boekjaar en zou het zekerheid geven dat de organisatie zich houdt aan de wetten en regels die van toepassing zijn. Bovendien zou op die manier worden verzekerd dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt (Eriks, 2009).

**Aanbeveling 3:**

*Wanneer dat het geval is, beter aanduiden dat er geen indicaties zijn dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het lopende jaar niet naar behoren zullen werken.*

Deze vermelding sluit aan bij de vorige aanbeveling en zorgt ervoor dat de periode waarover het bestuur rapporteert wordt verlengd door daar ook het lopende jaar bij te betrekken. Op die manier is het bestuur verplicht uitspraak te doen over de toekomst en dus extra aandacht te schenken aan de goede werking van de risicobeheersings- en controlesystemen.

Ook bij deze aanbeveling wordt er voornamelijk verwezen naar de Belgische jaarverslagen die slechts een percentage van 46% behaalden voor dit criterium. Nochtans zou een zulke vermelding in het jaarverslag de stakeholders meer zekerheid en vertrouwen kunnen bieden in de betreffende onderneming (Delta Lloyd, 2008).

**Aanbeveling 4:**

*Beter rapporteren over eventuele tekortkomingen die mogelijkwijze materiële gevolgen kunnen hebben.*

Er is voor gekozen ook deze aanbeveling op te nemen aangezien er op dit criterium zeer zwak werd gescoord door de beide landen.

Het rapporteren over tekortkomingen maakt het voor de gebruikers van het jaarverslag mogelijk een betere besluitvorming te voeren. Maar los hiervan zou een verplichting tot opname van deze verklaring ervoor zorgen dat er meer aandacht zal worden geschonken aan de effectiviteit van het risicomanagement. Er zou bijkomend ook best worden gerapporteerd over de mogelijke maatregelen die kunnen getroffen worden om de tekortkomingen op te lossen en in de toekomst vermijden. Zo kan ook de volgende verslagperiode door de stakeholders worden nagegaan of de oplossingen die bedacht werden, op voldoende wijze doeltreffend zijn.

**Aanbeveling 5:**

*Beter rapporteren over de meetsystemen die in de onderneming van toepassing zijn.*

Zoals hierboven werd aangegeven is het belangrijk in het jaarverslag informatie op te nemen over de tekortkomingen van het risicomanagement en de verbeteringen die hieraan zullen worden aangebracht. Om na te gaan of de actieplannen ter verbetering van de tekortkomingen hun doel hebben bereikt, en andere risicobeheersingmaatregelen effectief zijn, zijn er meetsystemen nodig waarover best ook wordt gerapporteerd. Niet alleen over hun werking maar ook over de resultaten van de prestatiemetingen.

Al te vaak nog kent het risicomanagement valkuilen door het verkeerd inschatten van prestatie indicatoren. Soms wordt er te snel overgegaan naar actie of worden bepaalde processen verkeerd gemeten. Om een goede indicator te bekomen moet deze ten eerste op een reguliere basis worden gemeten. Op deze manier worden trends zichtbaar en krijgt de onderneming de kans om tijdig op veranderingen in te springen. Als tweede zijn het aantal metingen en de tijdigheid belangrijk, omdat deze samenhangen met de nauwkeurigheid van de resultaten die de indicator weergeeft. De tijdigheid is nodig om trends tijdig te detecteren en erop te reageren. Het aantal metingen bepalen is niet eenvoudig, maar het is bijvoorbeeld mogelijk aan de hand van de tijd die men denkt nodig te hebben om op het risico te reageren en de verwachte gevolgschade daarvan (Van Grinsven en De Vries, 2009).

Dit alles geeft aan hoe belangrijk het is over een goed meetsystemen te beschikken. De verplichting tot verslaggeving over de werking van de meetsystemen zou het bestuur van de onderneming ertoe kunnen aanzetten de meetsystemen zo goed mogelijk uit te werken. Natuurlijk is het dan ook belangrijk te rapporteren over de uitkomsten van de evaluaties die gedaan worden. Dit gebeurt best zo objectief mogelijk door ze uit te drukken in de kans dat een risico optreedt en de mogelijke gevolgschade daarvan.

Hiermee wordt dan ook onmiddellijk duidelijk waarom er zo slecht wordt gescoord op het criterium dat handelt over het rapporteren over de kans dat bepaalde risico's zich voordoen. Deze hangt namelijk nauw samen met meetsystemen van de onderneming. Als er niet over deze wordt gerapporteerd zal er ook nauwelijks over de kansen verslag worden gedaan. Nochtans maakt zulke informatie het voor de lezer mogelijk de risico's te kwantificeren en een beter inzicht te verkrijgen in de onderneming.

**Aanbeveling 6:**

*Beter verwijzen naar het referentiemodel voor risicomanagement.*

Een verwijzing naar het gebruikte referentiekader voor risicomanagement is een ander punt dat voor verbetering vatbaar is aangezien hier slechts in uitzonderlijke gevallen over wordt gerapporteerd. Toch is een zulke verwijzing zeer bruikbaar voor de belanghebbenden om een beter inzicht te verkrijgen in het risicomanagement van de betrokken onderneming.

Door aan te geven welk referentiekader er gebruikt wordt binnen de onderneming kan de gebruiker van het risicoverslag beter nagaan wat de kwaliteit is van dit verslag. Door op basis van het referentiemodel een leidraad op te stellen kan simpelweg worden gecontroleerd welke punten van het referentiekader zijn voltooid en in welke mate dit is gebeurd. Het is dan aan de lezers van het verslag om voor zichzelf uit te maken of die randvoorwaarden, van het referentiemodel, waaraan niet is voldaan voor hun besluitvorming van belang zijn.

## **8.2 Informatie met betrekking tot de risico's van de onderneming**

### **Aanbeveling 7:**

*Beter aangeven welke risico's voor de onderneming het belangrijkste zijn.*

Vaak wordt er in het risicoverslag een opsomming gemaakt van de risico's waarmee de onderneming kan worden geconfronteerd. Aangezien de lezers graag willen worden geholpen bij het selecteren van informatie, is dit niet waar men naar op zoek is in een risicoverslag. Eerder verwacht men in het risicoverslag een beter inzicht te verkrijgen in de belangrijkste risico's van het bedrijf die uiteindelijk ook effectief een impact kunnen hebben op hun rendement.

Ook voor de onderneming is het nauwkeurig en tijdig inschatten van de belangrijkste risico's van cruciaal belang om te kunnen kapitaliseren op de huidige markt en de aanwezige concurrentie. Op die manier kunnen veranderingen in het risicoprofiel op tijd worden vastgesteld en de beheersmaatregelen hierop worden afgestemd (Van Grinsven en De Vries, 2009).

Opdat het management meer inzicht ontwikkelt in de belangrijkste risico's van de onderneming kunnen er KRI's worden gebruikt. Dit zijn Key Risk Indicators, die duidelijk aangeven welke richting een onderneming moet inslaan om de risico's adequaat te managen en de kansen optimaal te benutten (Van Grinsven J. & De Vries H., 2009). De stappen in het proces van het ontwikkelen van KRI's werden zijn terug te vinden op de volgende website: [www.jurgenvangrinsven.com/downloads/Key%20Risk%20Indicators.pdf](http://www.jurgenvangrinsven.com/downloads/Key%20Risk%20Indicators.pdf)

## **8.3 Wijze van presentatie van de risico-informatie**

### **Aanbeveling 8:**

*Risico-informatie zo veel mogelijk bijeen plaatsen.*

Het jaarverslag is op die manier, op het vlak van risico's, gebruiksvriendelijker en inzichtelijker. Tijdens het onderzoek viel het op hoe een jaarverslag met een apart hoofdstuk over risico's beter te hanteren

is dan een waar dit niet het geval is. In deze laatste gevallen is het moeilijk een overzicht te behouden over de risico's.

## 9 Conclusies en slotbeschouwingen

Met deze eindverhandeling werd getracht een beeld te schetsen van de kwaliteit van de risicorapportering. Hierna was het de bedoeling aan de hand van de resultaten van de kwaliteitsmeting verbeterpunten op te sommen en dus aanbevelingen te doen. In deze conclusie wordt er antwoord gegeven op de centrale onderzoeksvraag.

Een algemene conclusie die in het kader van de probleemstelling kan worden getrokken is dat gemiddeld genomen, voor de beide landen, 55,5 % van de door de financieel analisten gewenste informatie-elementen in het jaarverslag door de onderneming is verstrekt. Er is met andere woorden nog veel ruimte voor verbeteringen, zoals de vele boekhoudschandalen steeds opnieuw weer bewijzen.

KBC voor België, en ASLM voor Nederland scoorden het hoogst op hun risicorapportering. Door deze opsplitsing naar België en Nederland werd het enigszins mogelijk een vergelijking te maken tussen de twee landen. Hieruit bleek dat Nederland een hoger gemiddeld percentage behaalde dan België, te weten 60% tegenover 51%. Als de resultaten verder worden geanalyseerd dan valt op te merken dat voor België slechts 47% van de onderzochte ondernemingen boven het gemiddelde van 50% raakt. In Nederland betreft het in dit geval een veel groter aandeel van de onderzoekspopulatie, zijnde 67%. Ook gaven enkele simulaties aan dat de gemiddelde eindscores positief worden beïnvloed door criterium o (+1% voor België en +2% voor Nederland), en negatief worden beïnvloed door criterium p (-1% voor zowel Nederland als België) uit de lijst van kwaliteitscriteria.

Ook dit onderzoek toont aan dat vooral de ondernemingen uit de financiële sector goed scoren op hun risicorapportering zoals al eerder in het onderzoek werd aangehaald, zo bleek onder andere uit de eerste plaats die KBC behaalde (in elk van de diverse simulaties). Dit is hoogst waarschijnlijk het gevolg van het groter aantal regels waaraan ze onderworpen is. Zo zijn banken en verzekeraars in het kader van Basel II verplicht de bedrijfsrisico's zo veel mogelijk te kwantificeren. Helaas heeft de financiële crisis aangetoond dat de risicorapportering onvoldoende is.



Er wordt in de beide landen vooral gerapporteerd over financiële risico's, terwijl er onder andere met betrekking tot de wet- en regelgeving en reputatierisico's veel minder in de jaarverslagen is terug te vinden. Slechts 53% van de Nederlandse en 40% van de Belgische ondernemingen gaven aan welke risico's voor hen het belangrijkste zijn. Een grotere teleurstelling is te vinden bij het criterium dat handelt over de rapportering van de kans dat bepaalde risico's zich voordoen. Slechts enkele gevallen over de gehele onderzoekspopulatie voldeden hieraan. De meeste ondernemingen kwantificeren de risico's wel, maar toch is het niet echt mogelijk zich een goed beeld te kunnen vormen van omvang van de risico's omdat onder andere de vermelding van de kans hierop ontbreekt. Over het algemeen wordt het gevoel opgewekt dat de onderneming zich aan haar verplichtingen probeert te houden, maar verder ook niet veel meer moeite doet om informatiever te zijn voor de belanghebbenden.

Met betrekking tot het risicomanagement wordt bijna door alle ondernemingen informatie gegeven over de procedures en processen waaruit het bestaat. De diepgang van deze beschrijvingen kan evenwel erg verschillen. Zo kan er bijvoorbeeld ook over de evaluatie van deze systemen worden geconcludeerd dat de werking zo goed als altijd wordt aangehaald, maar dat er verder niets wordt gezegd over de resultaten van deze evaluatie. Ook wordt er nauwelijks gesproken over tekortkomingen die bij het beheersingssysteem al zijn opgemerkt. Voor het risicomanagement valt ook nog op dat het COSO-raamwerk het meest wordt gebruikt. Zij die een vermelding naar een referentiemodel opnamen, gaven in bijna alle gevallen dit raamwerk van COSO aan. De ondernemingen uit de financiële sector geven het raamwerk van BASEL aan als referentiemodel voor hun risicobeheersing.

Een verbetering van de kwaliteit is zoals eerder vermeld hoog nodig. Helaas werd dit al meer dan duidelijk door de financiële crisis. Deze verbetering kan uiteraard geschieden door meer informatie-elementen op te nemen die door de analisten en andere gebruikers zijn gewenst. De onderdelen van het risicoverslag waaraan de meeste verbeteringen nodig zijn, zijn in het achtste hoofdstuk "Aanbevelingen" terug te vinden. Los van deze aanbevelingen zijn er ook tal van verbeteringen noodzakelijk in de infrastructuur rond risicorapportering. Het feit dat Nederland, met een uitgebreidere regelgeving voor risicorapportering, beter scoort dan België

levert een eerste bewijs. Meer opvallend is dat de internationaal opererende ondernemingen, die dus ook aan meer wetten en regels zijn onderworpen, beter scoren dan de rest van de ondernemingen. Ik verwijs hiervoor naar ASML die het zelfs beter doet dan de Nederlandse ondernemingen uit de financiële sector. Ook is het belangrijk dat er aan de hand van deze regelgevingen een grotere vergelijkbaarheid ontstaat, bij voorbeeld met betrekking tot het categoriseren van risico's.

Dit onderzoek heeft me duidelijk gemaakt dat het probleem voor een deel te maken heeft met wettelijke bepalingen die te veel voor interpretatie vatbaar zijn en niet direct afdwingbaar zijn. Het viel namelijk op dat er vaak wel aan de criteria wordt voldaan, maar dat daarom nog niet aan de informatiebehoefte van de lezers wordt voldaan omdat de ondernemingen zich te algemeen houden bij hun verslaggeving. Zo wordt er bijvoorbeeld in praktisch alle jaarverslagen gesproken over de verschillende risico's waarmee de onderneming kan worden geconfronteerd, maar slechts uitzonderlijk wordt er ook dieper op ingegaan en wordt er aangegeven wat de kans is dat deze risico's zich ook daadwerkelijk voordoen en wat hun impact zou zijn op het resultaat van de onderneming. Het gaat evenwel om informatie die voor de belanghebbenden van groot belang is bij hun besluitvorming.

Aan de andere kant zouden te veel regels ook kunnen leiden tot nog meer algemene beschrijvingen in het jaarverslag, met een nutteloze grotere omvang van het jaarverslag tot gevolg. Het lijkt ook belangrijk de ondernemingen te wijzen op de voordelen van risicorapportering om zo de verwachtingskloof ten aanzien van de stakeholders te overbruggen. Uiteindelijk is een effectieve risicobeheersing die voldoende transparant is voor de belanghebbenden het meest waardetoevoegend voor zowel de bedrijven, de samenleving en de beleggers.

## Literatuurlijst

Abraham, S., & Solomon, A., & Stevenson, J. (2007). A ranking of risk disclosures in UK annual reports. Opgevraagd op 30 januari 2009, van de volgende website:  
[http://www.nottingham.ac.uk/business/rmgic/Risk&FinancialAccounting\\_Abraham\\_Solomon\\_Stevenson.pdf](http://www.nottingham.ac.uk/business/rmgic/Risk&FinancialAccounting_Abraham_Solomon_Stevenson.pdf)

Andersen, A., & IFCI (2000). Risk Disclosure Survey. Opgevraagd op 2 januari 2008, van de volgende website: <http://riskinstitute.ch/forum.htm>

Anthony and Govindarajan (2007), *Management Control Systems*, McGraw-Hill.  
Basel Committee on Banking Supervision (2003) *Sound Practices for the Supervision and Management of Operational Risk*, Bank for International Settlements, February.

Autoriteit Financiële markten (2008). Toezicht op de financiële verslaggeving 2007 van beursgenoteerde ondernemingen. Opgevraagd op 5 januari 2009, via de volgende website:  
<http://www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?DocumentId=8885>

Ayres, F.L., & Logue D.E. (2002). 'Risk Management in the shadow of Enron', *Journal of Business Strategy*, 23:4, 21-28.

Barfield R. (2007). Risk appetite, How hungry are you? (PWC-the journal-special risk edition. Geraadpleegd op 25 april via:  
[http://www.pwc.com/images/gx/eng/fs/bcm/risk\\_appetite.pdf](http://www.pwc.com/images/gx/eng/fs/bcm/risk_appetite.pdf)

Basel Committee on Banking Supervision (2005a) *International Convergence of Capital measurement and Capital Standards - A Revised Framework*, Bank for International Settlements, November.

Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288.

Blij, I.H.C., & Mertens, G.M.H. (2008). Inzicht in onzekerheid. NIVRA

Bollen L., & Feenstra B. (2003). Kwaliteit van externe verslaggeving in een ongereguleerde omgeving. Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie. Bladnummer 11 (489-499).

Botosan, C.A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72 (3), 232-349.

Bouserie, J. (2006). Risk management; Verplichte rapportering van bedrijfsrisico's: een stand van zaken. Opgevraagd op 6 februari 2009, van de volgende website:

Bromwich, M. (1992) *Financial Reporting, Information and Capital Markets* (London: Pitman).

Burgerlijk Wetboek. Opgevraagd op 12 oktober 2008, van de volgende website: <http://wetten.overheid.nl>

Cabedo, J.D., & Tirado, J.M. (2004). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*, 28(2), 181-200.

Claes, P.F. & Meerman (1991). Risico's nader beschouwd. In Risk management: inleiding tot het risicobeheersproces (1<sup>e</sup> ed., blz 23-25). Leiden: Stenort Kroese Uitgevers.

Code Lippens (2004) *Belgische Corporate Governance Code*, Brussel, Philippe Lambrecht.

Commissie van de Europese gemeenschappen (2003) *Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de Corporate Governance in de Europese Unie - Eenactieplan*, Brussel

Cooke, T.E. (1992). The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual report of Japanese listed corporations. *Accounting and Business Research*, 22(87), 229-237.

Corporate Governance Committee (2004). Belgian Corporate Governance Code. Opgevraagd op 15 januari, van de volgende website:  
[http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorpoGov\\_UK.pdf](http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorpoGov_UK.pdf)

COSO (Committee of Sponsoring Organisations of the Treadway Commission)(2004). *Enterprise Risk Management - Integrated Framework*. New York, US: AICPA.

Crouhy, M. Et al. (2006). *The Essentials of Risk Management*. McGraw Hill, New York.

De Bos, A. , & Visser, C. (2003). Verscherp eisen directieverslag. Opgevraagd op 22 september 2008, van de volgende website:  
<http://www.accountant.nl/Accountant/Archief/Archief+'de+Accountant'/2003/Ja nuari+2003/Verscherp+eisen+directieverslag>.

De Groot, R.A. C.I.A. (2006). Accounting for risks: de risicoparagraaf in het jaarverslag. Opgevraagd op 13 oktober 2008, van de volgende website:  
<http://www.governance-update.nl/downloads/ME2008-02-07.pdf>.

Deutsche Bank. Annual report: Risk report. Opgevraagd op 10 februari, van de volgende website: <http://annualreport.deutsche-bank.com/2006/ar/riskreport/marketrisk/stresstesting.html>

Deumes, R. (2005). Reporting on risk and control. Maastricht : Universitaire pers Maastricht.

Duffie D., & Singleton, K.J. (2003). Pricing, Measurement, and Management. Princeton University Press.

Dupont, Y. (2007). Financieel management. CFO magazine, nr. 2 (pg 40-42).

Dobler, M. (2005). How informative is risk reporting?. Opgevraagd op 10 oktober 2008, van de volgende website:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=640522](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=640522)

Delta Lloyd (2008). Relatie met stakeholders. Geraadpleegd op 22 maart 2009 via:

<https://jaarverslag.deltalloydgroep.com/docs/JV-2008/index.php?nr=217&PHPSESSID=b81a0b7cb0f30e231010af456648eace>

Eriks (2009). Interne risicobeheersings- en controlesystemen. Geraadpleegd op 2 april via:

<http://eriks.com/nl/over-eriks/risico-en-risicobeheersing/interne-risicobeheersing-en-controlesystemen/>

FD Henri-Sijthoffprijs (2007). Criteria voor de beoordeling. Opgevraagd op 5 februari 2009, via de volgende website: <http://www.fd.nl/Sijthoff>

Gelinas, U.J. et al. (2005). Introduction to Accounting Information Systems. In Accounting Information Systems (6e ed., blz 22-27). United States of America: South-Western Thomson.

Graham, J.R. et al. (2005). The economic implications of Corporate Financial Reporting. Working paper , Duke University of Washington.

Hoogendoorn, M.N., & Mertens, G.M.H. (2001). Kwaliteit van externe financiële verslaggeving in Nederland. Limperg : Kluwer.

Huybrechts, J. (2007). Corporate governance : Verschillen tussen Europese lidstaten op het vlak van risicorapportering. Universiteit Hasselt departement Toegepaste Economische Wetenschappen, Diepenbeek Opgevraagd op 22 september, van de volgende website:

<http://biblioteca.universia.net/ficha.do?id=29309038>

IASB (International Accounting Standards Board)(2007). IFRS 7. Financial instruments:Disclosures. Retrieved October 21, 2007 from <http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/5710E66C-FCB2-41FF-B146-7F7B9BC97EF3/0/IFRS7.pdf>

Jenkins (1994). American Institute of Certified Public Accountants (AICPA).

Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). 'The theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure'. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jonas, G., & Blanchet, J. (2000). Assessing quality of Financial reporting. *Accounting horizons* 14(9), 353-363

Kajüter, P. (2001). Internal control and risk reporting: a comparative study of the regulations and disclosure practices in the US, UK and Germany. *Paper presented at the EAA 24th Annual Conference Greece 2001.*

Kevelam, W., & Ter Hoeven, R. (2008). Invloed IRS 7 op kwalitatieve risicoverslaggeving; De risico's van financiële instrumenten [Elektronische versie]. *Finance & Control*, Oktober 2008.

Knechel (2001). *Auditing: assurance and risk*. South-Western College Publishing, 2e ed., Pearson education.

Knoops C.D. (2001). "Het meten van de kwaliteit van de financiële verslaggeving; een methodologische beschouwing". *Maandblad voor Accountancy en bedrijfseconomie* Vol. 75/10, p 431-443.

Koolstra, B., & De groot, J. (2006). Risicoparagraaf jaarverslag is verwarrend. Opgevraagd op 22 september, van de volgende website:  
<http://www.professionalvision.nl/content.php?from=title&page=news&nwsID=58>

Korsten, K. (2007). Opgevraagd op 14 november 2008, via de volgende website:  
[http://www.marketingfacts.nl/berichten/reputatierisico\\_managen\\_niet\\_alleen\\_offline\\_maar\\_ook\\_online/](http://www.marketingfacts.nl/berichten/reputatierisico_managen_niet_alleen_offline_maar_ook_online/)

Louwman, J.H.G, & Steens, H.B.A. (1994). *Risicomanagement, een beheersingsmodel*. Kluwer: Klazinus Lagerwerf.

Managemantscope (2008). Jaarverslag: welke informatie zoekt de lezer? Geraadpleegd op 4 november 2009 via:

<http://74.125.77.132/search?q=cache:4EJn1BFr27IJ:managementscope.nl/scopist/1-bedrijven/jaarverslag-informatie-onderzoek+belang+rapporteren+belangrijkste+risico%27s&cd=4&hl=nl&ct=clnk&gl=be>

March & Shapira (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. Management science 33 (11): 1404-1418.

Meijaard, J. (2006). Geef richting, geen regels: praktische oplossingen om groeibelemmeringen van ambitieuze ondernemers te voorkomen! Opgevraagd op 13 december 2008, via de volgende website: <http://www.nicis.nl/kenniscentrum/binaries/stedelijkeconomie/bulk/Onderzoek/2007/3/geef-richting-geen-regels.pdf>

Michiels, A. (2007). Corporate risk reporting practices in annual reports of belgian companies. Universiteit Hasselt departement Toegepaste Economische Wetenschappen, Diepenbeek Opgevraagd op 15 oktober, van de volgende website: <http://biblioteca.universia.net>

Nederlands Instituut van Registeraccountants (2009). Het assurance raamwerk, de accountant en het verstrekken van zekerheid. Geraadpleegd op 25 maart 2009 via: [http://www.nivra.nl/Sites/Files/0000024793\\_Nivra\\_090758\\_Assurance\\_DEF\\_LR.pdf](http://www.nivra.nl/Sites/Files/0000024793_Nivra_090758_Assurance_DEF_LR.pdf).

OTS, H.J (2004). Externe financiële verslaggeving. Pearson education

Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) (2001, 2004). Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving. Deventer: Kluwer.

Roth, J. (2002). "Categorizing risk: Risk categories help users identify, understand, and monitor their organizations' potential risks - Risk Watch". Internal Auditor. FindArticles.com. Opgevraagd op 10 Nov. 2008, van de volgende website: [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_m4153/is\\_2\\_59/ai\\_85014799](http://findarticles.com/p/articles/mi_m4153/is_2_59/ai_85014799)



Servaes, H., & Tufano, P. (2006). The theory and practice of corporate risk management policy. Deutsche Bank Liability Strategies Group.

Shrand, C.M, & Elliot, J.A (1998). Risk and financial reporting : a summary of the discussion at the 1997 AAA/FASB conference. *Accounting horizons* 12(3), 271-282

Soenen L.A. (1980). Identificatie van het wisselkoersrisico in internationaal opererende bedrijven. *Economisch en Sociaal tijdschrift*, nr 6 blz 745.

Solomon, J.F. et al. (2000). 'A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform'. *British Accounting Review*, 32:4, 447-32

Stocken, P. C. (2000) Credibility of voluntary disclosure, *Rand Journal of Economics*, 31, pp. 359-374.

StradeaConsulting (2006). Survey of Risk Disclosures in the European Financial Sector. Opgevraagd op 15 december 2008, van de volgende website: [http://www.vm.fi/vm/en/04\\_publications\\_and\\_documents/03\\_documents/20061031Survey/name.jsp](http://www.vm.fi/vm/en/04_publications_and_documents/03_documents/20061031Survey/name.jsp)

Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts?. *Journal of Accounting and Economics* 8: 53

Trunbull report (2006) *Revised Guidance for Directors on the Combined Code*, Londen, Aldwych House.

Vergoossen, R.G.A. (2001). Toezicht op financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen; een internationaal vraagstuk. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*.

Verrecchia, R. E. (2001) Essays on disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp. 97-180.

Wetboek van vennootschappen (2006)

## Bijlagen

Bijlage 1: Pilar 3 Basel II; Operational risks.

*BCBS (2005: 190) and BCBS (2005: 199), Table 11 Operational Risk.*

### General and Specific Disclosure Requirements for Operational Risk

- General qualitative disclosure requirement

Description of risk management objectives and policies:

- a. strategies and processes
- b. structure and organisation of the relevant risk management function
- c. scope and nature of risk reporting and/or measurement systems
- d. policies for hedging and/or mitigating risk and strategies and processes for monitoring the continuing effectiveness of hedges/mitigants.

- Qualitative disclosures

Approach(es) for operational risk capital assessment for which the bank qualifies

Description of the AMA, including a discussion of relevant internal and external factors considered in the bank's measurement approach. In the case of partial use, the scope and coverage of the different approaches used.

For banks using AMA, a description of the use of insurance for the purpose of mitigating operational risk<sup>3</sup>.



**Bijlage 2: Raamwerk van best practices ( Andersn A., & IFCI, 2000)**

***Trading Activities***

1. Overview of risk management policy
2. Market risk
  - 1.2.1. VaR information
  - 1.2.2. Backtesting information
  - 1.2.3. Stress testing information
3. Credit risk
  - 1.3.1. Overview of credit risk in trading
  - 1.3.2. General description of trading position (nominal amounts)
  - 1.3.3. Current and potential credit risk exposures
  - 1.3.4. Internal credit risk modelling
  - 1.3.5. Integrating market and credit risk management
6. Concentration risks
7. Other relevant information

***Non Trading Activities***

1. Overall assessment of the disclosure of non-trading activities
2. Market risk
  - 2.2.1. VaR for non trading activities
  - 2.2.2. Asset and liability management
  - 2.2.3. Hedging policy
3. Credit Risk
  - 2.3.1. Overview of non-trading activities and credit risk

policy

2.3.2. Counterparty data analysis

2.3.3. Concentration risks

2.3.4. Cross border analysis

### **Bijlage 3: Kwaliteitscriteria; vragenlijst**

#### ***Relevante informatie over de onderneming:***

- Wordt er voor een juist beeld gezorgd van de handelingen van de onderneming en de financiële positie van de onderneming?
- Wordt er informatie verstrekt over de risicohouding van de onderneming?

#### ***Informatie met betrekking tot risicomanagement:***

- Wordt er in het jaarverslag verklaard dat de risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat?
- Wordt er in het jaarverslag verklaard dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het jaarverslag naar behoren hebben gewerkt?
- Wordt er verklaard dat dat er geen indicaties zijn dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het lopende jaar niet naar behoren zullen werken?
- Worden eventuele tekortkomingen die mogelijk materieel gevolgen kunnen hebben, gerapporteerd?
- Worden daarbij aangebrachte of geplande verbeteringen aangegeven?
- Wordt er een omschrijving gegeven van de strategieën en processen waaruit het risicomanagement bestaat?
- Wordt er een omschrijving gegeven van de structuur en organisatie van het risicomanagement?
- Worden de meetsystemen beschreven?
- Zo ja, worden eventuele wijzigingen ten opzichte van de vorige verslagperiode vermeld?
- Zijn er bewijzen er moeite is gedaan de risico's in de mate van het mogelijke te meten?
- Is er een beschrijving terug te vinden van de manier waarop de risico's worden behandeld, samen met de effectiviteit van deze behandeling? Zijn deze verklaringen duidelijk onderbouwd?

- Wordt er een omschrijving gegeven van de controlesystemen die binnen de onderneming van toepassing zijn, hoe ze zijn getest en geëvalueerd?
- Worden de doelstellingen, grondslagen en procedures van het risicomanagement duidelijk gemaakt?
- Is er een verwijzing naar een referentiemodel opgenomen?
- Wordt er informatie verstrekt over de resultaten van de periodiek te verrichten evaluatie van de opzet en werking van het interne risicobeheersings- en controlesysteem?

***Informatie met betrekking tot de risico's van de onderneming:***

- Wordt er genoeg aandacht geschonken aan de verschillende categorieën van risico's?
- Gaat het om een niet systematisch risico dat met andere woorden specifiek is voor het bedrijf?
- Wordt er een overzicht verstrekt van de belangrijkste risico's?
- Als het banken betreft, wordt er dan gerapporteerd over het treasury risico, risicostrategie en aandeelhoudersinformatie?
- Als het om verzekeringen gaat, wordt er dan gerapporteerd over risico's in verzekeringsschulden en investeringsrisico's?
- Wordt er gerapporteerd over het marktrisico?
- Wordt er een overzicht gegeven van het kredietrisico in trading?
- Wordt er informatie verstrekt over de omvang van de risico's in termen van impact op het resultaat?
- Wordt de kans dat deze risico's zich voordoen aangegeven?

**Bijlage 4: Namen en organisatie deelnemende analisten**

- S. Elebaut (Société Générale Group)
- T. Nagtegaal (Royal Bank of Scotland)
- S. Pintjens (Test-Aankoop invest)
- M. Van den Hauwen (Dexia Bank)

**Bijlage 5: aangepaste lijst van kwaliteitscriteria**

***Relevante informatie over de onderneming:***

- Wordt er voor een juist beeld gezorgd van de handelingen van de onderneming en de financiële positie van de onderneming? ++
- Wordt er informatie verstrekt over de risicohouding van de onderneming? +

***Informatie met betrekking tot risicomanagement:***

- Wordt er in het jaarverslag verklaard dat de risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat? +
- Wordt er in het jaarverslag verklaard dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het jaarverslag naar behoren hebben gewerkt? +
- Wordt er verklaard dat dat er geen indicaties zijn dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het lopende jaar niet naar behoren zullen werken? -
- Worden eventuele tekortkomingen die mogelijkwijze materiële gevolgen kunnen hebben, gerapporteerd? ++
- Wordt er een omschrijving gegeven van de strategieën en processen waaruit het risicomanagement bestaat? +
- Worden de meetsystemen beschreven? -
- Is er een verwijzing naar een referentiemodel opgenomen? -
- Worden de mogelijkheden om de risico's te verminderen en de kosten die deze handeling met zich meebrengt, beschreven? +

***Informatie met betrekking tot de risico's van de onderneming:***

- Wordt er genoeg aandacht geschonken aan de verschillende categorieën van risico's? ++
- Wordt er gerapporteerd over het marktrisico? +
- Wordt er een overzicht verstrekt van de belangrijkste risico's? ++



- Gaat het om niet systematische risico's die met andere woorden specifiek zijn voor het bedrijf? ++
- Als het banken betreft, wordt er dan gerapporteerd over het treasury risico, risicostrategie en aandeelhoudersinformatie? ++
- Als het om verzekeringen gaat, wordt er dan gerapporteerd over risico's in verzekeringsschulden en investeringsrisico's? ++
- Wordt er een overzicht gegeven van het kredietrisico in trading? -
- Is er een kwantificering van de risico's terug te vinden? ++
- Wordt er informatie verstrekt over de omvang van de risico's in termen van impact op het resultaat?++
- Wordt de kans dat deze risico's zich voordoen aangegeven? +

**Wijze van presentatie van de risico-informatie**

- Werd de risico-informatie zo veel mogelijk samen geplaatst in het jaarverslag? ++
- Wordt er gebruik gemaakt van commentaren en voetnota's +