

Continuïteit van Nederlandse beursfondsen: een continu punt van aandacht.

Onderzoek in opdracht van de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants
(NBA) uitgevoerd door Shareholder Support



Prof. dr. Gerard Mertens - Stefan Meliefste MSc - drs. Ivo Blij CFA

Februari 2013



Titel:

Continuïteit van Nederlandse beursfondsen:
een continu punt van aandacht.

Auteurs:

Prof.dr. Gerard Mertens, Stefan Meliefste MSc, drs. Ivo Blij CFA

Onderzoek in opdracht van:

De Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA)

Uitgevoerd door:

Shareholder Support
Molenberglaan 87
6416 EL Heerlen
E-mail: info@shareholdersupport.nl

Correspondentie:

NBA
Postbus 7984
1008 AD Amsterdam
Telefoon: 020 3010301
E-mail: nba@nba.nl

Inhoudsopgave

Samenvatting	5
1. Aanleiding onderzoek en probleemstelling	7
1.1 Introductie	7
1.1.1 Economische vooruitzichten	7
1.1.2 Winstgevendheid van in Nederland genoteerde beursfondsen	8
1.1.3 Ontwikkeling aantal faillissementen van Nederlandse ondernemingen	9
1.2 Probleemstelling	10
2. Onderzoek naar het continuïteitsvraagstuk (literatuuroverzicht)	11
3. Wet- en regelgeving op het gebied van informatieverstrekking omtrent continuïteit	13
3.1 Burgerlijk Wetboek	13
3.2 Richtlijn(en) van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ)	13
3.3 International Financial Reporting Standards (IFRS)	14
3.4 Controlestandaarden en controleverklaring van de accountant	15
3.5 Ontwikkelingen op het gebied van regelgeving	15
3.6 Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie van de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA)	16
4. Dataselectie en onderzoeksopzet	17
4.1 Dataselectie en samenstelling onderzoekspopulatie	17
4.2 Opzet en uitvoering van het onderzoek	17
5. Resultaten empirisch onderzoek	19
5.1 Inleiding	19
5.2 Informatie over de continuïteit van de onderneming	19
5.3 Aandachtspunten met betrekking tot de continuïteit van de onderneming	21
5.3.1 Negatief eigen vermogen	21
5.3.2 Gering eigen vermogen	22
5.3.3 Negatieve operationele kasstromen	22
5.3.4 Negatieve resultaten bij bedrijfsonderdelen	23
5.3.5 Niet langer voldoen aan financieringsconvenanten	23
5.3.6 Aanwijzingen dat debiteuren niet langer aan hun verplichtingen zullen voldoen	24
5.3.7 Significante problemen met betrekking tot de bedrijfsvoering	25

5.3.8	Aanpassing van financieringsconvenanten	25
5.3.9	Nieuw afgesloten financieringen	26
5.3.10	Significante herstructurerings en/of reorganisaties	26
5.4	Overall '(Dis)continuïteitsscore'	27
5.5	Naleving aanbevelingen NBA Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie	28
5.5.1	Juridische- en governance structuur	28
5.5.2	Solvabiliteit, liquiditeit en het gebruik van financiële ratio's in het jaarverslag	29
5.5.3	Schuldconvenanten	32
5.5.4	Acquisities en desinvesteringen	34
5.5.5	Scenario en SWOT analyse	34
5.5.6	Prospectieve informatievoorziening	35
6.	Samenvatting, conclusies en aanbevelingen	39
6.1	Samenvatting	39
6.1.1	Introductie en motivatie	39
6.1.2	Dataselectie	39
6.1.3	Resultaten empirisch onderzoek	39
6.2	Conclusies	41
6.3	Aanbevelingen	42
	Bibliografie	43
	Lijst met tabellen en figuren	45
	Lijst met voorbeelden en best practices	46
	Bijlagen	
01	Onderzoekspopulatie	47
02	Vragenlijst Continuïteitsonderzoek	48

Samenvatting

De continuïteit van een onderneming wordt dikwijls beschouwd als min of meer vanzelfsprekend, vaak omdat het jaarverslag hier geen expliciete aandacht aan besteedt. Dat verklaart wellicht waarom maar weinig gebruikers van jaarverslagen geneigd zijn deze continuïteitsveronderstelling expliciet te toetsen, te meer als schijnbaar geen concrete aanleiding hiervoor bestaat. Toch worden ondernemingen in de huidige crisistijd steeds vaker geconfronteerd met ernstige onzekerheid over hun continuïteit. Informatie over de vermeende risico's die met (dis)continuïteit samenhangen wordt om die reden steeds belangrijker. Verwacht wordt dat ondernemingen in tijden van economische teruggang in hun verslaggeving meer aandacht besteden aan de ontwikkeling van hun financiële positie en de factoren die deze beïnvloeden omdat de kans op discontinuïteit groter is. Het vraagstuk van de continuïteit van de onderneming staat centraal in dit onderzoek. Het onderzoek richt zich op de informatie die ondernemingen verschaffen over hun continuïteit en betreft daarbij eveneens informatie die bij de beoordeling van de continuïteit relevant is. De centrale probleemstelling luidt:

Welke informatie verstrekken ondernemingen in hun jaarverslag die van belang is voor de beoordeling van de continuïteit?

Daarbij is nagegaan of het jaarverslag¹ (over 2011) informatie bevat over aspecten die betrekking hebben op de continuïteit van de onderneming, met inbegrip van indicatoren die kunnen wijzen op discontinuïteit of ernstige onzekerheid over de continuïteit van de onderneming. Met behulp van een zelf ontwikkelde vragenlijst hebben wij 74 jaarverslagen geanalyseerd op het aspect continuïteit. De onderzoekspopulatie bestond uit alle ondernemingen die per 1 juli 2012 genoteerd waren aan een van de drie hoofdindices (AEX, AMX en AsCX) van de Euronext Amsterdam.

De uitkomsten van ons onderzoek laten een gemengd beeld zien. In algemene zin kan worden geconcludeerd dat de verslaglegging van beursgenoteerde ondernemingen met betrekking tot het onderwerp continuïteit (continuïteitsveronderstelling en continuïteit) ontoereikend is. Bijna tweederde van de ondernemingen (65%) verstrekt geen informatie, slechts 11 van de 74 onderzochte ondernemingen heeft in het directieverslag een expliciete verklaring opgenomen met betrekking tot de continuïteitsveronderstelling en 16 ondernemingen (22%) vermelden alleen een 'going concern assumptie' die op de liquiditeitspositie betrekking heeft (als toelichting op de winst- en verliesrekening).

Bij slechts drie ondernemingen (4%) werd in het directieverslag een expliciete mededeling aangetroffen ten aanzien van de continuïteit van de onderneming, in twee gevallen ging het om negatieve ontwikkelingen met betrekking tot de continuïteit. Daarnaast is het opvallend dat, voor zover er überhaupt mededelingen worden gedaan over de continuïteit van de onderneming, deze informatie niet systematisch, maar verspreid door het jaarverslag wordt gepresenteerd en daarom moeilijk te vinden is. Dit leidt tot een belangrijke mate van intransparantie en maakt het voor externe stakeholders moeilijk tot een juiste inschatting te komen van de vermeende risico's die aanwezig zijn en dientengevolge van het voortbestaan van de onderneming. Uit eerder onderzoek blijkt dat het juist in het belang van alle stakeholders is dat ondernemingen transparantie betrachten; de huidige verslaggevingspraktijk wijst echter eerder in de richting dat ondernemingen geneigd zijn mogelijke

¹ In de betekenis van jaarstukken bestaande uit het jaarverslag/directieverslag, het RvC verslag, de jaarrekening en de overige gegevens.

continuïteitsproblemen zo lang mogelijk binnenskamers te houden, bang dat de beeldvorming hierdoor negatief wordt beïnvloed.

In ons onderzoek hebben wij ook aandacht besteed aan factoren die in verband kunnen worden gebracht met (dis)continuïteit, hierbij is een tiental factoren nader onderzocht (zie 5.3). Relatief vaak aangetroffen aandachtsgebieden in de jaarverslagen zijn betalingsachterstanden bij debiteuren (100%), nieuw afgesloten financiering (41%), aanzienlijk negatieve resultaten bij bedrijfsonderdelen (32%) en significante herstructurering en/of reorganisatie (27%). Over alle onderzochte factoren bezien blijkt uit onze analyse dat bij 28 ondernemingen ten minste 3 factoren werden aangetroffen die op continuïteitsproblemen kunnen duiden. Bij 6 ondernemingen waren dat er minimaal 5 van 10. Bij drie ondernemingen waren zelfs 7 van de 10 onderzochte factoren aanwezig die vraagtekens omtrent de continuïteit zetten. Bij deze drie ondernemingen heeft de accountant in zijn verklaring ook de aandacht gevestigd op deze onzekerheden.

Het bovenstaande bevestigt ons vermoeden dat in deze periode van economische recessie ondernemingen over de gehele lijn in toenemende mate worden geconfronteerd met risico's die samenhangen met de bedrijfsvoering, terwijl de informatieverstrekking hieromtrent gebrekkig is. Verwacht mag worden dat deze juist in onzekere tijden zou toenemen.

Tenslotte is op basis van de aanbevelingen van het NBA adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie uit 2011 onderzocht of de onderwerpen die hierin naar voren komen worden besproken in het jaarverslag. Ten aanzien van de juridische en governance structuur constateren we dat het merendeel van de ondernemingen op genoemde terreinen informatie verstrekt. Ook ten aanzien van de liquiditeit, solvabiliteit en financiële ratio's concluderen we dat de meeste ondernemingen informatie verstrekken. Dat geldt ook voor informatie over schuldconvenanten, acquisities en desinvesteringen. Een kritische kanttekening hierbij is wel dat in bijna alle gevallen een verband tussen de acquisitie en/of desinvestering en (invloed op) de continuïteit ontbreekt. Aanmerkelijk minder goed is ook de informatie over scenario en/of SWOT analyses. Voor de scenario oftewel 'what-if' analyses - zoals bijvoorbeeld de gevolgen voor de vennootschap van het wegvallen van een belangrijke afzetmarkt, klant of leverancier - geldt dat wij geen enkele keer een analyse hebben aangetroffen in het jaarverslag. Alleen op delen zijn de volgens IFRS verplichte sensitiviteitsanalyses gevonden (bijvoorbeeld voor rente, valuta, goodwill en pensioenen).

Als laatste onderwerp noemen wij de prospectieve informatievoorziening, dikwijls aangeduid als 'outlook' paragraaf. De kwaliteit van deze informatie laat in onze ogen eveneens veel te wensen over. Vaak wordt informatie gegeven van kwalitatieve aard, die weinig concreet is te noemen en de gebruiker van het jaarverslag daarom weinig houvast biedt.

Het voorgaande in ogenschouw nemende pleiten wij voor een aanpassing van de vigerende verslaggevingspraktijk die ertoe leidt dat de onderneming in haar jaarverslag expliciet aangeeft dat naar haar inschatting de continuïteit van de vennootschap in het komende jaar is gewaarborgd. Een dergelijke verklaring dient te worden opgenomen in een aparte paragraaf die nader ingaat op c.q. relevante informatie verstrekt over de continuïteit van de vennootschap en die dient ter onderbouwing van deze verklaring. Daarbij adviseren wij (ten minste) informatie op te nemen over operationele kasstromen, vermogenspositie, eventuele verliezen bij bedrijfsonderdelen, (her)financiering, schuldconvenanten en significante problemen met betrekking tot de bedrijfsvoering en/of herstructureringen. Onderdeel van deze paragraaf is tevens een scenario en/of SWOT analyse, die een directe koppeling maakt met de hier genoemde factoren en aldus inzicht biedt in die factoren die de grootste bedreiging vormen voor de continuïteit.

Wij pleiten tevens voor een uitgebreidere prospectieve informatievoorziening in het jaarverslag/directieverslag, met een bij voorkeur gekwantificeerde winstdoelstelling, toekomstige kasstromen, financieringsbehoefte en financiering.

Ten slotte zouden wij het toejuichen als ook accountants nog meer kunnen bijdragen aan de transparantie inzake continuïteit. De voorstellen van de IAASB inzake een expliciet oordeel van de accountant over de continuïteitsveronderstelling van het management zijn hiertoe een impuls. Tegelijkertijd roepen wij stakeholders van de ondernemingen op, aandeelhouders voorop, om meer transparantie af te dwingen rondom de continuïteit van ondernemingen.

01 | Aanleiding onderzoek en probleemstelling

1.1 Introductie

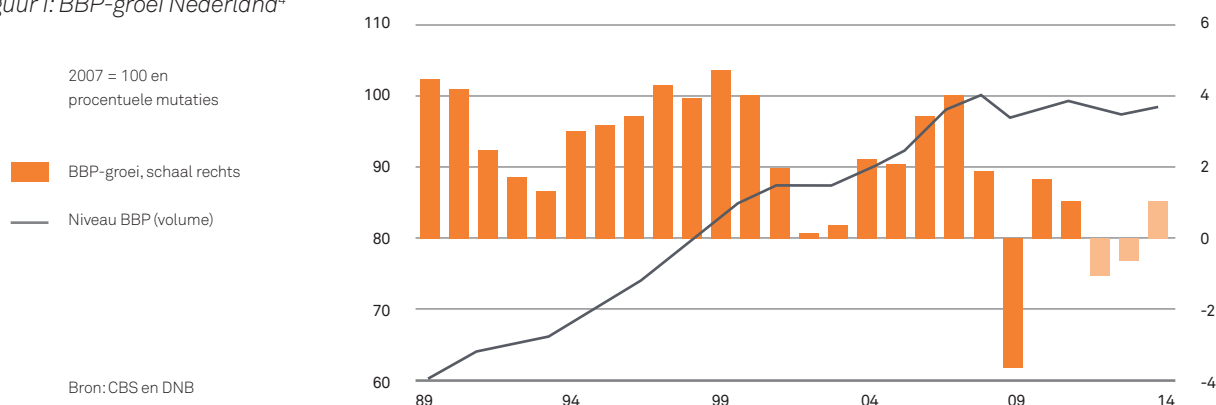
Voor de meeste ondernemingen is een analyse van de continuïteit pas aan de orde als ze in de 'gevaarzone' terecht zijn gekomen. Dat is laat en veelal té laat. Maar voordat het zover komt blijkt de continuïteit van een onderneming zo'n vanzelfsprekende veronderstelling dat weinig gebruikers van het jaarverslag op het idee zouden komen om de continuïteitsveronderstelling te toetsen.² Tegelijkertijd geldt voor de ondernemingen dat slechts weinigen besluiten om hier structureel over te rapporteren. Maar juist in het huidige economische klimaat van aanhoudende slechte omstandigheden worden de (financiële) risico's groter en neemt de kans op mogelijke discontinuïteit van een onderneming toe.

1.1.1 Economische vooruitzichten

Ramingen van De Nederlandsche Bank ("DNB"):

Volgens ramingen van DNB eind 2012 stemmen de vooruitzichten voor de Nederlandse economie niet vrolijk. In 2012 krimpt het bruto binnenlands product (bbp) naar verwachting met 1,0%.³ Ten aanzien van 2013 verwacht DNB dat de economie in de tweede helft van het jaar geleidelijk weer zal aantrekken, desalniettemin zal de groei ook over het gehele jaar nog negatief zijn, te weten -0,6% (zie figuur I). Daarmee komt de economische groei lager uit dan eerdere verwachtingen, hetgeen mede is te wijten aan tegenvallende ontwikkelingen in de internationale economie en op de Nederlandse huizenmarkt. De verwachting van DNB is dat het herstel van de economie geleidelijk aan kracht zal winnen (vooral dankzij een betere wereldhandel) met een bescheiden groei van 1,0% in 2014.

Figuur I: BBP-groei Nederland⁴



2 Bron: NBA Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie: meer zekerheid bij informatieve rapportages (2011).

3 De Nederlandsche Bank (DNB): Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten. December 2012/nr. 4.

4 Figuur ontleend aan: De Nederlandsche Bank (DNB): Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten. December 2012/nr. 4 (pagina 5).

Bedrijfsinvesteringen:

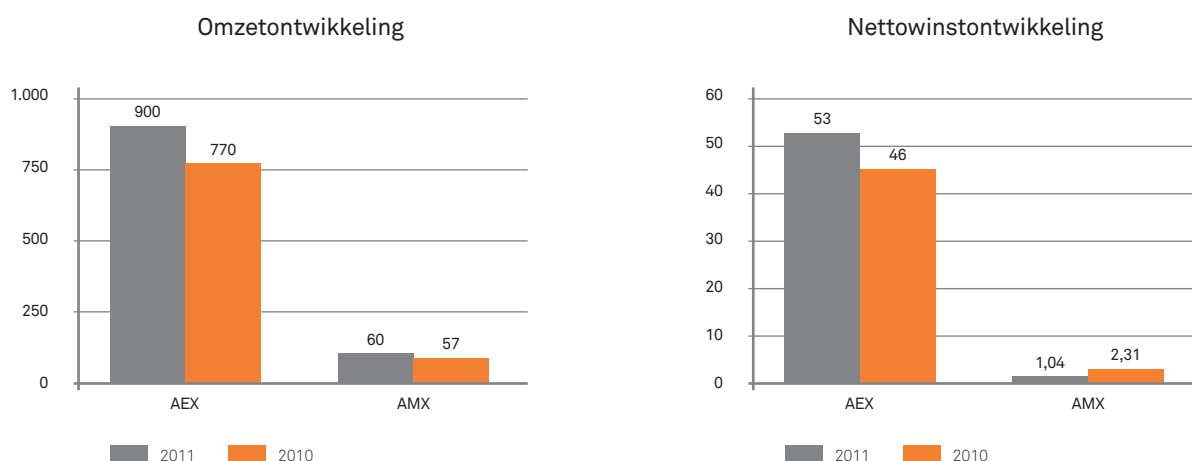
In 2011 herstelden de bedrijfsinvesteringen zich met een groei van 8,6% enigszins van de forse daling van in totaal bijna 14% in de twee daaraan voorafgaande jaren.^{5,6} De verwachting van DNB is echter dat de bedrijfsinvesteringen in 2012 en 2013 weer afnemen met respectievelijk 2,7% en 3,4%, waarna in 2014 een gematigd herstel zal optreden. Het lage investeringsniveau wordt voornamelijk veroorzaakt door de stagnerende economie en de weinig rooskleurige groeivoorzichten. Daarnaast speelt mee dat onzekerheden onverminderd groot zijn. Dit komt tot uiting in het lage producentenvertrouwen, dat bovendien sinds het eerste kwartaal van 2011 geleidelijk daalt. Ten slotte stellen banken scherpere voorwaarden aan bedrijfsleningen. Dit laatste heeft een drukkend effect op de kredietverlening.

1.1.2 Winstgevendheid van in Nederland genoteerde beursfondsen

Op basis van een inventarisatie van de jaarverslagen over verslagjaar 2011 blijkt dat de gezamenlijke omzet van de 50 grootste in Nederland genoteerde beursfondsen (AEX en AMX) met ongeveer 16% gestegen is (zie figuur II links). Zoals uit de figuur blijkt komt het merendeel van deze stijging voor rekening van de AEX fondsen. De omzetstijging van de AMX fondsen bedroeg slechts ongeveer 5%.⁷

De totale nettowinst van de 50 grootste in Nederland genoteerde beursfondsen bedraagt ongeveer 54 miljard Euro gemeent over verslagjaar 2011. In vergelijking met verslagjaar 2010 betekent dit een stijging van ongeveer 13%. Hierbij valt wederom op dat het merendeel van deze stijging voor rekening komt van de AEX fondsen (15%). De gezamenlijke nettowinsten van de AMX fondsen zijn namelijk grofweg gehalveerd (-55.0%).⁸

Figuur II: Omzet- en nettowinstontwikkeling van in Nederland genoteerde beursfondsen (in miljarden Euros)



Wanneer we een blik werpen op het aantal ondernemingen (uitgedrukt in % van het totaal aantal ondernemingen) dat een omzetstijging in verslagjaar 2011 rapporteert, valt op dat iets meer dan 80% (41 ondernemingen) van de grootste in Nederland genoteerde beursfondsen een omzetstijging realiseert (zie figuur III).

Echter wanneer we de (netto)winstontwikkeling in ogenschouw nemen valt meteen op dat een omzetstijging in lang niet alle gevallen ook een stijging van de (netto)winst oplevert. Uit figuur III blijkt namelijk dat slechts 45% (23 ondernemingen) van de grootste in Nederland genoteerde beursfondsen een stijging van de (netto)winst realiseert in het meest recente verslagjaar.

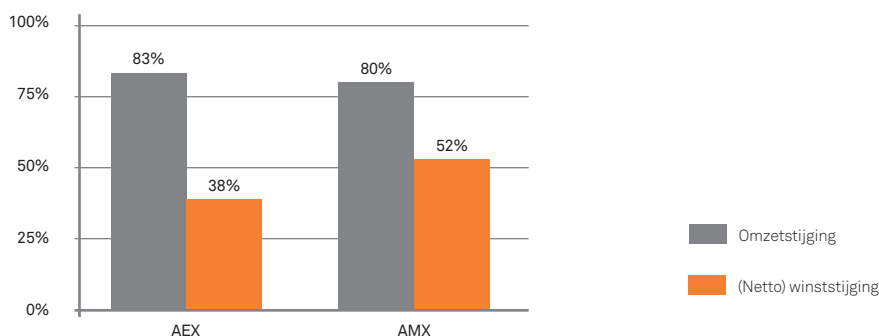
5 De Nederlandsche Bank (DNB): Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten. Juni 2012/nr. 3 (pagina 13).

6 De Nederlandsche Bank (DNB): Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten. December 2012/nr. 4 (pagina 13).

7 Wanneer we Royal Dutch Shell buiten beschouwing laten (vanwege haar substantiële invloed) bedraagt de totale omzetstijging van de 50 grootste Nederlandse beursfondsen nog slechts 6.0%. De omzetstijging van de 25 AEX fondsen bedraagt dan 6.2%.

8 Wederom Royal Dutch Shell buiten beschouwing latend, bedraagt de totale nettowinst van de 50 grootste Nederlandse beursfondsen een kleine 23 miljard. Ten opzichte van vorig jaar (2010) is dit een daling van bijna 20.0%.

Figuur III: In Nederland genoteerde beursfondsen met een stijging van de omzet/nettowinst (uitgedrukt in % van het totaal aantal ondernemingen)

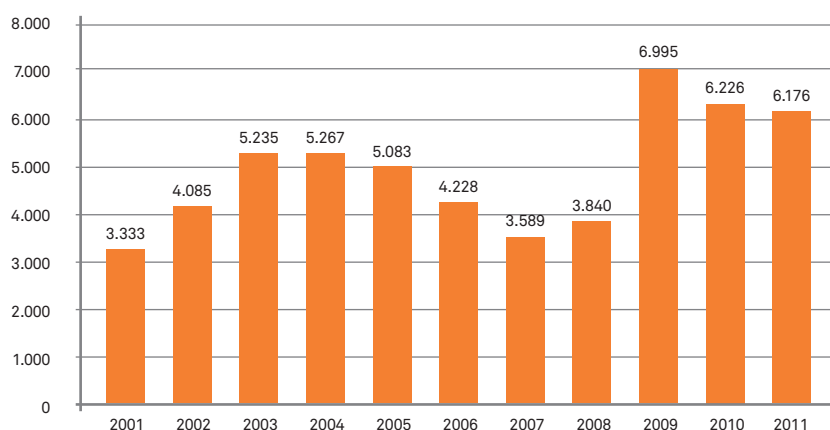


Uit bovenstaande cijfers omtrent de omzet- en nettowinstontwikkeling van de 50 grootste in Nederlands genoteerde beursfondsen (over verslagjaar 2011) kan worden opgemaakt dat het economisch klimaat ook voor de grootste beursfondsen 'guur' is en blijft. In een recent artikel in NRC Handelsblad wordt dit bevestigd door een analyse van de halfjaarcijfers (over 2012) van veertig grote Nederlandse beursfondsen.⁹ Uit het artikel blijkt de gezamenlijke omzet van de onderzochte bedrijven in het afgelopen half jaar weliswaar is gestegen, maar dat bij de meeste multinationals de winstgevendheid juist is gedaald. "Van de veertig onderzochte concerns uit de AEX- en Midkapindex vertoonde een meerderheid van 23 bedrijven een winstdaling en de gezamenlijke nettowinst daalde met ruim 22 procent".

1.1.3 Ontwikkeling aantal faillissementen van Nederlandse ondernemingen

Volgens cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) bedroeg het aantal faillissementen van bedrijven (exclusief eenmanszaken) in Nederland in 2011 6.176.¹⁰ In vergelijking met het jaar daarvoor is dit een daling van ongeveer 1 procent. Het aantal faillissementen van bedrijven bereikte in 2009 (door de economische crisis) het hoogste niveau ooit met bijna 7.000 (zie ook figuur IV). In de jaren hierna is er weliswaar sprake van een lichte daling, maar het aantal faillissementen blijft historisch gezien hoog. Uit de meest recente cijfers van het CBS (eerste 10 maanden 2012) blijkt verder dat over de eerste 10 maanden van 2012 reeds 6.245 bedrijven en instellingen failliet werden verklaard. Dit is bijna een kwart meer dan in dezelfde vergelijkbare periode van 2011.¹¹

Figuur IV: Ontwikkeling aantal faillissementen van Nederlandse ondernemingen



9 www.nrc.nl/nieuws/2012/08/29/winst-nederlandse-bedrijfsleven-smelt-weg-door-eurocrisis

10 Bron: Persbericht Centraal Bureau voor de Statistiek, 26 januari 2012.

11 Bron: Conjunctuurbericht Centraal Bureau voor de Statistiek, 12 november 2012.

Over heel 2012 kwam volgens een recent gepubliceerd rapport van Euler Hermes, een onderneming gespecialiseerd in kredietverzekeringen, het aantal faillissementen van Nederlandse bedrijven uit op ruim 8.800, zijnde een groei van 24% ten opzichte van 2011. Voor 2013 voorspellen zij een lichte toename 2% tot 9.000.¹²

1.2 Probleemstelling

In economisch slechte of financieel onzekere tijden mag van ondernemingen worden verwacht dat zij in hun verslaggeving meer aandacht besteden aan de ontwikkeling van hun financiële positie en de factoren die deze beïnvloeden. Hieraan gelieerd speelt ook het vraagstuk van continuïteit van ondernemingen een prominente rol. Het begrip continuïteit staat centraal in dit onderzoeksrapport. Het onderzoek richt zich specifiek op de informatie die ondernemingen verstrekken over hun continuïteit en betreft daarbij eveneens informatie die bij de beoordeling van de continuïteit relevant is. De centrale probleemstelling van dit onderzoek luidt daarom als volgt:

Welke informatie verstrekken ondernemingen in hun jaarverslag die van belang is voor de beoordeling van de continuïteit?

Bij de beantwoording van deze probleemstelling zal worden nagegaan of het jaarverslag (bestaande uit jaarrekening en jaarverslag)¹³ informatie bevat over aspecten die betrekking hebben op de continuïteit van de onderneming, waarbij inbegrepen mogelijke indicatoren die kunnen wijzen op (een toegenomen kans op) discontinuïteit dan wel ernstige onzekerheid over de continuïteit van de vennootschap.

Ten behoeve van dit onderzoek zijn de jaarverslagen 2011 van alle ondernemingen onderzocht die deel uitmaken van large- (AEX), mid- (AMX) en small cap index (AsCX) van Euronext Amsterdam op 1 juli 2012 (peildatum).

De opbouw van het resterende deel van dit rapport is als volgt. Hoofdstuk 2 geeft een beknopt overzicht van de beschikbare literatuur specifiek met betrekking tot de continuïteit van de onderneming. Hoofdstuk 3 behandelt de belangrijkste van toepassing zijnde wet- en regelgeving op dit gebied. In hoofdstuk 4 worden achtereenvolgens de dataselectie en samenstelling van de onderzoekspopulatie, alsmede de opzet en uitvoering van het onderzoek uiteengezet. Hoofdstuk 5 bespreekt de resultaten van het empirisch onderzoek en vermeldt indien van toepassing 'best practices'. In hoofdstuk 6 worden ten slotte de belangrijkste conclusies samengevat en wordt een aantal aanbevelingen gepresenteerd voor verbetering van verslaggeving.

¹² fd.nl/Print/krant/Rubriek/Korte_berichten/132855-1301/faillissementsgolf-zet-licht-door-in-2013_bron_fd_krant

¹³ In het kader van dit onderzoek verstaan wij onder jaarverslag: de jaarrekening (Artikel 2:361 lid 1 BW) alsmede het jaarverslag (Artikel 2:391 BW).

02 | Onderzoek naar het continuïteitsvraagstuk (literatuuroverzicht)

Historisch gezien is er regelmatig sprake van periodes van economische recessie, toch is de wetenschappelijke belangstelling voor het onderwerp eigenlijk pas ontstaan na 1970. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat voor die tijd het aantal faillissementen relatief beperkt was en er daarom relatief weinig aandacht aan werd besteed (Ooghe en Weyaert, 2003). Voor zover bekend is er in Nederland niet veel onderzoek gedaan naar het continuïteitsvraagstuk. Een uitzondering hierop vormt een meer recent verschenen artikel in 'de Accountant' naar aanleiding van een onderzoek door Litjens (2010)¹⁴. In dit onderzoek staat de rol van de accountant centraal bij (in 2009) gefailleerde ondernemingen. Zijn conclusie is dat van de 53 onderzochte ondernemingen er 38 (72%) een 'schone' goedkeurende verklaring kregen. 'Slechts' bij veertien ondernemingen (26%) is een verplicht toelichtende paragraaf opgenomen om onzekerheid over de continuïteitsveronderstelling tot uitdrukking te brengen. Uit het onderzoek blijkt tevens dat voor het opnemen van een verplicht toelichtende paragraaf, de accountant meer belang lijkt toe te kennen aan op accounting gebaseerde indicatoren dan aan reële indicatoren.

Bij de navolgende bespreking van eerder onderzoek op het terrein van continuïteit is een nadere definiering van het begrip 'faling' op zijn plaats. Ruim gezien kan elke stopzetting van een onderneming als een falend worden bekeken. Maar meestal wordt met een falende onderneming een 'onderneming in moeilijkheden' bedoeld (Ooghe en Weyaert, 2003). Vanuit een bedrijfseconomisch standpunt gezien is het echter lastig de 'onderneming in moeilijkheden' te definiëren. Hier zijn twee belangrijke redenen voor: (i) er bestaat geen eenduidige typering van de onderneming in moeilijkheden en (ii) het begrip omvat een breed stramien aan ondernemingen die niet steeds dezelfde problemen hebben (Dauwe et al, 1998). Daarnaast dient men ook rekening te houden met de evolutie in de tijd. Aan een faillissement gaat meestal een lange periode vooraf waarin de onderneming geleidelijk evolueert naar de uiteindelijke liquidatie. Op welk ogenblik er dan sprake is van een onderneming in moeilijkheden, is hierdoor moeilijk te bepalen (Dauwe et al, 1998).

In het kader van dit onderzoek volgen wij de definiering van een 'falende' onderneming van Ooghe en van Wymeersch (2001), zijnde "een onderneming die er niet in slaagt haar (economische en sociale) doelstellingen op continue wijze te realiseren". In het kader van de contractuele definitie van een onderneming (Jensen en Meckling, 1976) is een onderneming immers pas succesvol indien ze de contractuele relaties met haar belanghebbenden op continue wijze kan nakomen (Ooghe en Weyaert, 2003).

In de literatuur is een behoorlijk aantal falingspredictiemodellen terug te vinden (zie bijvoorbeeld Altman (1971), Argenti (1976), Ohlson (1980), Laitinen (1991) en Ooghe en van Wymeersch (2001)). De meeste van deze modellen maken gebruik van kwantitatieve informatie uit de jaarrekening en proberen aan de hand hiervan 'faling' zo accuraat en tijdig mogelijk te voorspellen. Helaas blijken deze modellen in de praktijk beperkte voorspellende kracht te bezitten omdat ze retrospectief worden getoetst (dat wil zeggen, hun voorspellende waarde wordt getoetst op basis van historische gegevens van ondernemingen die inmiddels failliet zijn). Een bijkomende beperking is dat deze modellen weinig tot geen kwalitatieve informatie meenemen. Vaak zijn er symptomen van falend die voorafgaan aan kwantitatieve informatie die men in de jaarrekening pas

¹⁴ de Accountant: "Meer verklaringen met toelichtende paragraaf continuïteit". R. Litjens. Maart 2010. Pagina 24-27.

kan ontdekken op een veel later tijdstip. De onderneming is over een 'falingspad' gegaan dat begonnen is bij een fundamenteel gebrek of probleem - of een combinatie hiervan - om uiteindelijk te leiden tot de situatie waarin symptomen van de verslechterde situatie ook in de financiële cijfers zichtbaar worden (Ooghe en Weyaert, 2003).

Een ander type modellen dat in de literatuur wordt gebruikt om 'faling' te voorstellen is vooral beschrijvend van aard. Een voorbeeld hiervan is het conceptueel 'falingsmodel' van Ooghe en Weyaert (2003)¹⁵. Het model onderscheidt de volgende factoren:

- I. Algemene omgeving (politiek, economisch, maatschappelijk en technologisch);
- II. Directe ondernemersomgeving (klanten, leveranciers, concurrenten, banken en aandeelhouders);
- III. Management (motivatie, kwaliteit en vaardigheden);
- IV. Ondernemingskarakteristieken (levensfase, grootte en sector); en
- V. Bedrijfsbeleid (strategie, financieel, commercieel, operationeel en personeel).

In hoofdlijnen kan worden gesteld dat ondanks de ruime hoeveelheid falings(predictie)modellen het lastig blijkt om 'faling' te voorspellen, dan wel te voorkomen op basis van deze modellen. Gebruikers van jaarrekeningen, waaronder analisten, hebben hier mee te maken. Maar ook accountants zien zich voor een vergelijkbaar probleem gesteld als het gaat om het bepalen van hun oordeelsvorming inzake het beeld dat de jaarrekening geeft over de financiële positie van de onderneming en in het bijzonder de continuïteit. In hoofdstuk 3 (paragraaf 3.4) staan we uitgebreider stil bij de rol van de accountant en de (huidige) wens van het maatschappelijk verkeer om een uitgebreidere accountantsverklaring, waarbij de accountant een oordeel geeft over het uitgangspunt van het management dat het bedrijf een levensvatbare toekomst heeft.

¹⁵ Zie: Ooghe en Weyaert (2003). Oorzaken van faling en falingspaden: Literatuuroverzicht en conceptueel verklaringsmodel.

03 | Wet- en regelgeving op het gebied van informatieverstrekking omtrent continuïteit

In dit hoofdstuk wordt een beknopt overzicht gepresenteerd van de belangrijkste huidige- en toekomstige (inter)nationale wetgeving die van invloed is op de informatieverstrekking omtrent de continuïteit van de onderneming. Achtereenvolgens komen het Burgerlijk Wetboek (3.1), Richtlijn(en) van de Raad voor de Jaarverslaggeving [RJ] (3.2), International Financial Reporting Standards (IFRS) (3.3), controlestandaarden en controleverklaring van de accountant (3.4), ontwikkelingen op het gebied van regelgeving (3.5) en het Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie van de NBA aan de orde (3.6).

3.1 Burgerlijk Wetboek

Een belangrijk doel van externe verslaggeving is het afleggen van verantwoording over de behaalde resultaten van de onderneming in het afgelopen boekjaar door de publicatie van een jaarrekening en een jaarverslag/directieverslag. In Nederland is dit wettelijk verankerd in respectievelijk artikel 2:360 lid 1 en artikel 2:391 van het Burgerlijk Wetboek. Onder artikel 2:360 lid 1 BW is het opstellen van een jaarrekening verplicht voor alle naamloze en besloten vennootschappen waaronder de Nederlandse beursfondsen. “Onder jaarrekening wordt verstaan: de enkelvoudige jaarrekening die bestaat uit de balans en de winst- en verliesrekening met de toelichting, en de geconsolideerde jaarrekening indien de rechtspersoon een geconsolideerde jaarrekening opstelt” (Artikel 2:361 lid 1 BW).

Op grond van artikel 2:391 BW is het voor de onderneming verplicht om een jaarverslag¹⁶ op te stellen. “Het jaarverslag bevat, in overeenstemming met de omvang en de complexiteit van de rechtspersoon en groepsmaatschappijen, een evenwichtige en volledige analyse van de toestand op de balansdatum, de ontwikkeling gedurende het boekjaar en de resultaten” (Artikel 2:391 BW). Verder stelt artikel 2:391 BW dat “indien noodzakelijk voor een goed begrip van de ontwikkeling, de resultaten of de positie van de rechtspersoon en groepsmaatschappijen, omvat de analyse zowel financiële als niet-financiële prestatie-indicatoren, met inbegrip van milieu- en personeelsaangelegenheden. Het jaarverslag geeft tevens een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee de rechtspersoon wordt geconfronteerd.” Beursgenoteerde ondernemingen gevestigd binnen de EU zijn verplicht hun geconsolideerde jaarrekening op te stellen in overeenstemming met IFRS, zoals goedgekeurd door de Europese Commissie. Wel moeten deze ondernemingen artikel 391 (directieverslag) en enkele overige bepalingen in Titel 9 Boek 2 BW volgen.

3.2 Richtlijn(en) van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ)

In Nederland is de Raad voor de Jaarverslaggeving belast met het doen van “stellige uitspraken en aanbevelingen (de Richtlijnen) op het gebied van verslaggeving, alsmede het geven van adviezen”. De Richtlijnen van de RJ dienen in principe

¹⁶ In de betekenis van directieverslag. Het begrip jaarverslag wordt vaak ook gebruikt om de jaarstukken bestaande uit het directieverslag, het RvC verslag, de jaarrekening en de overige gegevens aan te geven.

gevolgd te worden, terwijl de aanbevelingen vrijwillig toegepast kunnen worden. De Richtlijnen van de RJ zijn met uitzondering van RJ 400 (directieverslag) en enkele andere bepalingen (bijvoorbeeld de bezoldiging van bestuurders) niet van toepassing op de geconsolideerde jaarrekening van beursgenoteerde ondernemingen die immers, zoals hierboven is vermeld, IFRS dienen toe te passen.

Met betrekking tot het opstellen van het jaarverslag (directieverslag) is RJ 400 van kracht. RJ 400 stelt aanvullende eisen op het gebied van: (i) algemene informatie, (ii) financiële informatie, (iii) informatie over financiële instrumenten, (iv) informatie over de toepassing van gedragscodes, (v) informatie over de maatschappelijke aspecten van ondernemen, (vi) informatie over onderzoek en ontwikkeling, (vii) overige informatie en (viii) informatie ten aanzien van de toekomstparagraaf.

Specifiek met betrekking tot de informatievoorziening omtrent de continuïteit van de onderneming geeft RJ 170 een aantal voorbeelden van gebeurtenissen en/of omstandigheden die mogelijk een indicatie vormen dat er sprake is van een ernstige onzekerheid over de continuïteit van het geheel van de werkzaamheden van de rechtspersoon

- Een relatief gering of negatief eigen vermogen;
- Het niet langer voldoen aan financieringsconvenanten zonder dat duidelijk is wat de gevolgen zijn voor de voortzetting van de financiering;
- Aanwijzingen dat debiteuren niet aan hun verplichtingen zullen voldoen en/of dat crediteuren verstrekte financiële steun zullen intrekken;
- Negatieve operationele kasstromen blijkend uit actuele of toekomstgerichte financiële overzichten;
- Aanzienlijke negatieve bedrijfsresultaten of belangrijke waardedalingen van activa die worden aangewend om kasstromen te genereren;
- Het verlies van een belangrijke afzetmarkt, concessie, licentie of een essentiële leverancier;
- Personeelsproblemen of een tekort aan belangrijke grondstoffen.

Alhoewel deze richtlijn niet geldt voor Nederlandse beursfondsen is in dit onderzoek wel gebruik gemaakt van deze lijst met indicatoren.

3.3 International Financial Reporting Standards (IFRS)

Zoals reeds in paragraaf 3.1 vermeld zijn beursgenoteerde ondernemingen gevestigd binnen de EU verplicht hun geconsolideerde jaarrekening op te stellen in overeenstemming met IFRS, zoals goedgekeurd door de Europese Commissie.

De internationale standaard met betrekking tot het opstellen van de jaarrekening is vastgelegd in IAS (International Accounting Standard) 1. Deze standaard is van toepassing op alle jaarrekeningen (voor algemene doeleinden) die zijn opgesteld en gepresenteerd overeenkomstig IFRS. Onder IAS 1 bestaat een volledige jaarrekening uit: (i) een balans, (ii) winst- en verliesrekening, (iii) een mutatieoverzicht van het eigen vermogen, (iv) een kasstroomoverzicht; en (v) een toelichting, bestaande uit een overzicht van belangrijke gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

Specifiek met betrekking tot het continuïteitsbeginsel is het volgende van toepassing: "Bij de opstelling van de jaarrekening moet het management zich een oordeel vormen over het vermogen van de entiteit om haar bedrijfsactiviteiten voort te zetten. Jaarrekeningen moeten in principe worden opgesteld in de veronderstelling dat de continuïteit van de entiteit gewaarborgd is, tenzij het management voornemens is om de entiteit te vereffenen of om haar activiteiten stop te zetten, of als er geen realistisch alternatief bestaat" (IAS 1). Verder stelt IAS 1 dat "als het management zich in dit besluitvormingsproces bewust is van materiële onzekerheden die verband houden met gebeurtenissen of omstandigheden die aanzienlijke twijfel doen rijzen over het vermogen van de entiteit om haar bedrijfsactiviteiten voort te zetten, moeten dergelijke onzekerheden worden vermeld." Ten slotte stelt IAS 1 dat "bij het beoordelen of de veronderstelling dat de continuïteit van de entiteit gewaarborgd is al dan niet geëigend is, moet het management rekening houden met alle informatie die voor de toekomst beschikbaar is, namelijk voor een periode van ten minste twaalf maanden vanaf de balansdatum. De mate waarin aan deze informatie aandacht moet worden besteed, is afhankelijk van de feiten in elk afzonderlijk geval."

3.4 Controlestandaarden en controleverklaring van de accountant

Op grond van de Nederlandse wetgeving moeten bepaalde jaarrekeningen onderworpen worden aan een verplichte accountantscontrole (artikel 2:393 lid 1 BW). Zoals reeds vermeld in de voorgaande paragrafen is de continuïteitsveronderstelling van de rechtspersoon een essentieel grondbeginsel bij het opstellen van deze jaarrekening. Derhalve maakt de beoordeling van de betrouwbaarheid van de continuïteitsinschatting van het management ook onderdeel uit van de accountantscontrole. Naast de wetgever heeft ook de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA) gedrags- en beroepsregels vastgesteld voor alle accountants die zijn ingeschreven in het accountantsregister. Specifiek met betrekking tot de beoordeling van de continuïteitsveronderstelling is Standaard 570 over continuïteit van belang¹⁷. Deze standaard stelt dat de accountant bij de planning en uitvoering van de controle en bij de evaluatie van bevindingen de aanvaardbaarheid dient te beoordelen van de door de onderneming veronderstelde continuïteit van de bedrijfsactiviteiten. Standaard 570 geeft verder enkele voorbeelden van gebeurtenissen of omstandigheden die, afzonderlijk of collectief, gerede twijfel kunnen doen ontstaan over de continuïteitsveronderstelling.

Concrete voorbeelden zijn:

- Aanwijzingen voor het intrekken van financiële ondersteuning door crediteuren;
- Negatieve operationele kasstromen in historische of toekomstgerichte financiële overzichten;
- Negatieve belangrijke financiële ratio's;
- Substantiële operationele verliezen of significante achteruitgang in de waarde van activa die gebruikt worden om kasstromen te genereren;
- Het niet in staat zijn om de voorwaarden van leningovereenkomsten na te leven; en
- Het verlies van een belangrijke markt, belangrijke klant(en), franchiseconcessie, licentie, of belangrijke leverancier(s).

In de situatie van een onzekerheid van materieel belang dient de accountant vast te stellen of de jaarrekening op een adequate wijze deze onzekerheid beschrijft inclusief de plannen van het management om met deze onzekerheid om te gaan. Als de accountant heeft vastgesteld dat de jaarrekening een adequate toelichting bevat dan zijn er geen belemmeringen om tot een goedkeurende controleverklaring te komen. Wel dient de accountant in een toelichtende paragraaf de aandacht te vestigen op de materiële onzekerheid onder verwijzing naar de toelichting in de jaarrekening. Indien de jaarrekening geen adequate toelichting bevat dient de accountant een controleverklaring met beperking dan wel een verklaring met een afkeurend oordeel af te geven.

3.5 Ontwikkelingen op het gebied van regelgeving

In de zoektocht naar schuldigen na de financiële crisis van 2008 is ook de rol van de accountant onder vuur komen te liggen. Financiële instellingen die een handtekening van hun accountant onder de jaarrekening hadden staan, bleken een halfjaar later om te kunnen vallen of moesten halsoverkop gered worden door de overheid.¹⁸ Een eminente vraag hierbij is; had de accountant beleggers en andere betrokkenen niet beter moeten informeren over de risico's die deze ondernemingen liepen?

Het voorgaande wordt min of meer onderkend door de internationale regelgever voor accountants, de International Auditing and Assurance Standard Board (IAASB). In een consultatiedocument¹⁹ stelt de IAASB dat er behoefte is aan een 'nieuw soort' accountantsverklaring die veel specifiekere informatie bevat. Een belangrijk onderdeel van deze verklaring is dat de accountant altijd een oordeel geeft over de veronderstelling van het management dat de continuïteit van de onderneming voor het komende jaar gewaarborgd is. Verder dient de accountant aan te geven of hij serieuze risico's ziet in verband met deze 'going concern' veronderstelling. Daarnaast wil de IAASB ook dat de accountant in zijn verklaring apart aandacht besteedt aan zaken die belangrijk zijn voor een beter begrip van de jaarrekening. Zo kan hij bijvoorbeeld wijzen op een passage in de jaarrekening die beschrijft welke claims de onderneming boven het hoofd hangen.²⁰

17 HRA Standaard 570: Continuïteit.

18 Bron: artikel Financieel Dagblad: "Accountantsverklaring in de toekomst zwaarder opgetuigd." J. Piersma, 10 september 2012.

19 www.ifac.org/publications-resources/improving-auditor-s-report

20 Bron: artikel Financieel Dagblad: "Accountantsverklaring in de toekomst zwaarder opgetuigd." J. Piersma, 10 september 2012.

Uit een door de NBA in 2012 uitgevoerde enquête onder accountants blijkt dat er in Nederland nog terughoudend wordt gedacht over deze voorstellen²¹.

Onlangs heeft de Financial Reporting Council (FRC), een onafhankelijk orgaan in Groot-Brittannië dat zich bezighoudt met het verbeteren van de kwaliteit op het gebied van corporate governance en verslaggeving, een onderzoek uitgevoerd naar de kwaliteit van communicatie door Engelse beursfondsen op het gebied van de continuïteitsveronderstelling.²² In het rapport wordt aangegeven dat de primaire verantwoordelijkheid ten aanzien van de communicatie over de continuïteitsveronderstelling in principe bij het management van de onderneming ligt. Het management dient echter niet louter en alleen conform de huidige Engelse verslaggevingsstandaarden minimalistisch toelichting te geven in de jaarrekening, maar moet een duidelijk verhaal opnemen (in het directieverslag) waarin uiteengezet wordt waarom de continuïteit van de onderneming in de ogen van het management gewaarborgd is. De continuïteitsveronderstelling is namelijk een belangrijke inschatting die altijd aan de hand van een gedegen risicoanalyseproces moet worden onderbouwd en niet alleen in die gevallen als er significante twijfels bestaan.

Ondanks dat de Sharman Inquiry de primaire verantwoordelijkheid voor de rapportage ten aanzien van de continuïteitsveronderstelling bij het management legt, heeft het panel ook aanbevelingen voor de accountant geformuleerd. In het rapport wordt impliciet aangegeven dat de accountant in zijn controleverklaring meer gebruik moet maken van de toelichtende paragraaf ter benadrukking van bepaalde aangelegenheden. Het vestigen van aandacht op de risicoparagraaf en de analyse die het management hier heeft uitgevoerd ter onderbouwing van de continuïteitsveronderstelling zou een voorbeeld hiervan kunnen zijn.

3.6 Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie van de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA)

De recente kredietcrisis is voor wetgevers en toezichthouders aanleiding geweest voor onderzoek naar het functioneren van diverse betrokken partijen. Hieruit voortvloeiend, publiceerde de commissie De Wit haar eerste rapport met ook daarin specifieke aanbevelingen voor het accountantsberoep, in mei 2010. Één van de aanbevelingen van de commissie De Wit is het stellen van hogere eisen aan de kwaliteit van de jaarrekening inclusief de bijbehorende accountantsverklaring. De NBA werd hierbij verzocht om te kijken wat zij kon doen en welke rol zij zag voor de accountant in het maatschappelijk veld, inclusief voorstellen voor mogelijke aanpassingen van wet- en/of regelgeving. Als reactie hierop heeft de NBA in september 2011 het 'Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie: meer zekerheid bij informatieve rapportages' gepubliceerd. Dit rapport bevat specifieke aanbevelingen ten aanzien van het directieverslag, verslag van de Raad van Commissarissen en de rol en rapportage van de accountant.

In het kader van dit onderzoek zijn met name de NBA aanbevelingen ten aanzien van het directieverslag (specifiek met betrekking tot de continuïteitsanalyse) van belang. Deze aanbevelingen bevinden zich op het gebied van:

- de juridische structuur;
- financiële structuur;
- solvabiliteit en liquiditeit;
- schuldconvenanten,
- aflossingsschema's en credit ratings;
- governance structuur; en
- betekenisvolle acquisities en desinvesteringen en scenario analyses.

²¹ www.accountant.nl: NBA-debat controleverklaring: terughoudendheid over continuïteit (27 september 2012)

²² The Sharman Inquiry (June 2012). 'Going Concern and Liquidity Risks: Lessons for Companies and Auditors'.

04 | Dataselectie en onderzoeksofzet

In dit hoofdstuk worden achtereenvolgens de dataselectie en samenstelling van de onderzoekspopulatie alsmede de opzet en uitvoering van het onderzoek uiteengezet.

4.1 Dataselectie en samenstelling onderzoekspopulatie

Zoals reeds in de inleiding vermeld richt dit onderzoek zich op de 75 grootste Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De groep van ondernemingen die in het onderzoek is betrokken bestaat uit large- (AEX), mid- (AMX) en smallcap (AScX) ondernemingen zoals deze op 1 juli 2012 (peildatum) in de Euronext Amsterdam indices zijn opgenomen. Dit is tevens de peildatum voor het jaarverslag, per die datum wordt het meest recente jaarverslag (verslagjaar 2011) meegenomen.

Tijdens de samenstelling van de onderzoekspopulatie is er één onderneming afgefallen: DE Master Blenders 1753 N.V. Deze vennootschap is pas officieel genoteerd aan de Euronext Amsterdam Stock Exchange vanaf 9 juli 2012²³ en valt daarom buiten de peildatum van het onderzoek. De definitieve onderzoekspopulatie bestaat derhalve uit 74 ondernemingen, onderverdeeld naar 24 AEX fondsen, 25 AMX fondsen en 25 AScX fondsen. Bijlage I geeft een overzicht van de in het onderzoek betrokken ondernemingen.

4.2 Opzet en uitvoering van het onderzoek

Dit onderzoek heeft als primaire doel te inventariseren hoe ondernemingen rapporteren over de continuïteit van de vennootschap in de verslaglegging over het afgelopen boekjaar. Daartoe is een meetinstrument ontwikkeld dat bestaat uit een lijst ('vragenlijst') met specifieke vragen die betrekking hebben op de continuïteit van de onderneming. Deze vragenlijst heeft als doel op een eenduidige en objectieve manier informatie uit de jaarverslagen van ondernemingen te analyseren en vast te leggen. De vragenlijst is gebaseerd op een aantal bronnen.

In de eerste plaats is er gekeken naar mogelijke risico's/aandachtspunten ten aanzien van de continuïteit. In het onderzoek zijn deze aandachtspunten geformuleerd op basis van: (i) het in hoofdstuk 3 reeds genoemde NBA rapport 'Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie', (ii) ervaringen uit eerder onderzoek^{24,25}, en daarnaast is er (deels) gebruik gemaakt van een opsomming in de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving (RJ 170.303). Hoe meer aandachtspunten (bijv. negatieve resultaten, negatieve operationele kasstromen etc.) er bij een onderneming zijn, des te hoger de verwachting dat er meer

²³ <https://europeanequities.nyx.com/nl/content/de-master-blenders-1753-viert-eerste-handelsdag-op-nyse-euronext>.

²⁴ Inzicht in onzekerheid: onderzoek naar risicoparagrafen in de jaarverslagen 2007 van beursfondsen. Onderzoek in opdracht van Eumedion en het Koninklijk Nederlands Instituut van Registeraccountants (NIVRA) uitgevoerd door Shareholder Support. Prof. Dr. G.M.H. Mertens en drs. I.H.C. Blij CFA (2008).

²⁵ Transparency of Management Commentary: An empirical study of annual reports concerning economic analysis and strategy related information. Research instigated by the Dutch Association of Auditors (NBA) conducted by Shareholder Support. Prof. Dr. G.M.H. Mertens, S.R. Meliefste Msc and drs. I.H.C. Blij CFA (2011).

expliciet toelichting over de continuïteit verstrekt zal worden. In dit onderzoek is dit gemeten door een zogenaamde (dis-)continuïteitsscore aan de ondernemingen toe te kennen. De definitieve vragenlijst (zie bijlage II) bestaat uit 35 vragen die nader onderverdeeld kunnen worden in 3 verschillende categorieën.

Bij het beantwoorden van de vragen in de vragenlijst is telkens verwezen naar de specifieke herkomst van de informatie (paginanummer jaarverslag). Voor elke onderneming is gedurende het onderzoek een dossier samengesteld met een ingevulde vragenlijst en een kopie van de desbetreffende pagina's uit het jaarverslag. Om de consistentie en kwaliteit van het onderzoek te waarborgen is tevens een aantal controles ingebouwd.²⁶ De resultaten van de onderzoekers zijn ook onderling en tussentijds regelmatig op consistentie gecontroleerd. De resultaten van alle vragenlijsten zijn daarna ingevoerd in een database. Het merendeel van de vragen in de vragenlijst betreft gesloten vragen met een binair karakter (ja/nee; wel/niet). Op basis hiervan zijn gemiddelde percentages berekend voor de gehele onderzoekspopulatie en voor de verschillende deelcategorieën. Daarnaast is ook een aantal open vragen beantwoord en beschreven in het empirische deel van dit rapport (hoofdstuk 5). In het volgende hoofdstuk worden de resultaten van het onderzoek gepresenteerd en nader toegelicht.

²⁶ Voorafgaand aan de dataselectie is een 'pilot' uitgevoerd om de validiteit van de vragenlijst te testen. De verkregen data van de 5 pilot ondernemingen zijn vervolgens door het onderzoeksteam en een team van vertegenwoordigers van de NBA op consistentie getoetst. Eventuele verschillen of inconsistenties in de vragenlijsten werden dienovereenkomstig aangepast.

05 | Resultaten empirisch onderzoek

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de resultaten gepresenteerd van het empirisch onderzoek met betrekking tot de informatievoorziening over de continuïteit van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Het hoofdstuk is als volgt opgebouwd. Paragraaf 5.2 behandelt meldingen met betrekking tot de continuïteit van de onderneming. Paragraaf 5.3 beschrijft de mogelijke aandachtspunten van discontinuïteit of ernstige onzekerheid over de continuïteit van de vennootschap en paragraaf 5.4 onderzoekt de naleving van de aanbevelingen uit het NBA Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie.

5.2 Informatie over de continuïteit van de onderneming

Alle 74 in het onderzoek betrokken ondernemingen hanteren, meer of minder expliciet, een going concern veronderstelling. Vaak blijkt dit al uit het voorwoord van de CEO waarin een korte vooruitblik op het komende boekjaar is opgenomen. Andere bronnen waaruit blijkt dat de onderneming uit gaat van een voortzetting van haar activiteiten vormen de strategieparagraaf (met een uiteenzetting van de strategische doelstellingen voor de komende jaren) en/of een paragraaf met prospectieve informatie ("outlook paragraaf"). Ten aanzien van de informatie die over de continuïteitsveronderstelling wordt verstrekt onderschieden wij een viertal categorieën, die wij hieronder van meeste naar minst/geen expliciete informatie zullen presenteren.

De eerste categorie omvat drie ondernemingen (4%) die expliciete mededelingen doen met betrekking tot ontwikkelingen die van invloed zijn op de continuïteit van de vennootschap in het jaarverslag (directieverslag).²⁷ In twee van de drie gevallen betreft het hier ondernemingen met serieuze continuïteitsproblemen. Een voorbeeld hiervan is te vinden in het jaarverslag van Grontmij N.V.

A. Grontmij N.V. (Annual report 2011, pagina 20):

"For the reasons set out in the Report of our Executive Board, the Group faced declines in its operating results during 2011 and was unable to meet its original debt covenant ratios. As a result, prior to year-end 2011, the Company obtained a waiver, granting the Company elevated interest cover and leverage ratios at year-end. This waiver sets the interest cover ratio at a minimum of 2.25 where it was originally 4.0. The leverage ratio was set at a maximum of 4.75 where this was originally capped at 2.5 at year-end 2011. At year-end 2011, the Company met the covenant levels set by the waiver, showing 3.4 for the interest cover ratio (EBITDA (excluding Telecom)/financial income & expense) and 4.0 for the leverage ratio (Net debt/

27 Deze ondernemingen zijn: Exact Holding N.V., Grontmij N.V. en Pharming Group N.V.

EBITDA). These covenants are calculated under the definitions in the current credit facility agreement and waivers. Agreement has been reached with banks as to the exceptional items to be taken into account in this calculation.

In addition, a deferral was granted of the repayment obligation of € 15 million on 15 December 2011 until 8 March 2012. The expiry date of the aforementioned waiver was 8 March 2012, being the signing off date of the 2011 financial statements of the Company. Upon expiry of the waiver, the Company would be in breach of the covenants set out in the current credit facility, which could lead to a notice by the banks that all or part of the amounts outstanding under the current credit facility are due and payable immediately. In that event Grontmij would not be able to repay these amounts outstanding to its banks and Grontmij would not expect to be able to raise the necessary alternative funding.

As a result of the foregoing, the current leverage of the company, the decline in operating result and following the independent business review it has become apparent that a redesign of the capital structure of the Company is required to sustain the operations of the Company on the long term. Management has used all endeavours to reach a solution that will ensure continuity of the Company, resulting in an intended financial restructuring on both the debt and the equity position of the Company.”

Dat het niet per definitie een negatief signaal hoeft te zijn als ondernemingen expliciet aandacht besteden aan hun continuïteitsmelding bewijst het jaarverslag van Exact Holding N.V. Deze onderneming presenteert namelijk een zogenaamde “continuity analysis”, die valt te typeren als een soort van continuïteitsanalyse, met daarin informatie over de organisatiestructuur, de financiële structuur (kredietfaciliteiten, liquiditeit en solvabiliteit) en het dividendbeleid opgenomen in haar jaarverslag. Weliswaar is naar onze mening de hier gepresenteerde informatie nog niet afdoende voor een gedegen continuïteitsanalyse, maar kan zij wel als basis dienen voor een meer uitvoerige analyse.

Vervolgens onderscheiden we een tweede categorie ondernemingen bij wie we een mededeling hebben aangetroffen over de continuïteitsveronderstelling in het jaarverslag. Daarbij gaat het om 15% van onze populatie (11 ondernemingen)²⁸. Het betreft hier een vermelding van de going concern veronderstelling in relatie tot de activiteit van de onderneming in het jaarverslag (directieverslag), dan wel een vermelding in de waarderingsgrondslagen behorende bij de jaarrekening. Een goede illustratie is te vinden in het jaarverslag van Unilever N.V. (zie B).

B. Unilever N.V. (Annual Report 2011, pagina 61):

Going concern:

“The activities of the Group, together with the factors likely to affect its future development, performance, the financial position of the Group, its cash flows, liquidity position and borrowing facilities are described in About Unilever and the Financial review 2011. In addition, note 16 describes the Group’s objectives, policies and processes for managing its capital; its financial risk management objectives; details of its financial instruments and hedging activities; and its exposures to credit and liquidity risk.

The Group has considerable financial resources together with established business relationships with many customers and suppliers in countries throughout the world. As a consequence, the Directors believe that the Group is well placed to manage its business risks successfully despite the current uncertain outlook.

After making enquiries, the Directors have a reasonable expectation that the Group has adequate resources to continue in operational existence for the foreseeable future. Accordingly, they continue to adopt the going concern basis in preparing the Annual Report and Accounts.”

28 Deze ondernemingen zijn: Advanced Semiconductors Materials International N.V, Air France-KLM S.A, BinckBank N.V, Grontmij N.V, Kardan N.V, Pharming Group N.V, PostNL N.V, Qurius N.V, Reed Elsevier N.V, Royal Dutch Shell plc en Unilever N.V.

Een derde categorie die wij hebben onderscheiden omvat 16 ondernemingen (22%) die vermelden dat het kapitaal (risico) management, soms ook wel liquiditeitsmanagement genoemd, van de desbetreffende onderneming is gebaseerd op een going concern veronderstelling.²⁹ Duidelijk is dat de scope van deze veronderstelling minder vergaand is dan de beide vorige groepen ondernemingen. Een voorbeeld van een dergelijke vermelding is te vinden in de toelichting op de jaarrekening van Amsterdam Commodities N.V onder de post 'kapitaalbeheer'.

C. Amsterdam Commodities N.V. (Annual Report 2011, pagina 47):

"The Group's objectives when managing capital are to safeguard the Group's ability to continue as a going concern in order to ensure the continued financing of the trading activities, to provide adequate long-term returns for shareholders and benefits for other stakeholders and to maintain an optimal capital structure to reduce the cost of capital. In order to maintain or adjust the capital structure, the Company may adjust the amount of dividends paid to shareholders, return capital to shareholders, issue new shares or sell assets to reduce debt."

Voor verreweg de meeste ondernemingen (44) geldt tenslotte dat zij helemaal geen mededelingen doet over de continuïteitsveronderstelling dan wel continuïteit van de vennootschap. Het gaat om 59% van de totale groep van ondernemingen die is onderzocht. Een eveneens kritische constatering betreft ons algemene beeld dat - als er al mededelingen worden gedaan over de continuïteit - deze veelal verspreid over het jaarverslag (directieverslag of in de toelichting op de balans- en winst- en verliesrekening) worden gepresenteerd. Naast de hiervoor genoemde bronnen treffen wij met enige regelmaat (aanverwante) 'continuïteitsinformatie' aan in de risicoparagraaf (veelal in relatie tot ICT risico's)³⁰. Al met al concluderen wij dat een ruime meerderheid geen expliciete informatie verstrekt over de continuïteit van de onderneming. Voorts is het beeld dat de gepresenteerde informatie niet geconcentreerd wordt weergegeven op één plaats in het jaarverslag (bijvoorbeeld in een continuïteitsparagraaf) en derhalve niet makkelijk valt te traceren. Vanuit een gebruikersperspectief maakt dit het niet makkelijker om de desbetreffende informatie te vinden en adequaat te beoordelen.

5.3 Aandachtspunten met betrekking tot de continuïteit van de onderneming

In het kader van dit onderzoek hebben wij 10 aandachtspunten geformuleerd die betrekking hebben op de continuïteit van de onderneming. Voor elk van deze aandachtspunten is door ons nagegaan of deze van toepassing zijn bij de ondernemingen in de onderzoekspopulatie. Deze aandachtspunten zijn geformuleerd op basis van IFRS, HRA, eerdere onderzoekservaring en een opsomming in de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving (RJ 170.303). Richtlijn 170 behandelt het onderwerp discontinuïteit en ernstige onzekerheid over continuïteit. Deze richtlijn is niet gehanteerd als jaarverslaggevingskader, maar bevat wel enkele voorbeelden van gebeurtenissen of omstandigheden die afzonderlijk of tezamen mogelijk een indicatie vormen dat er sprake is van ernstige onzekerheid over de continuïteit van het geheel van de werkzaamheden van de onderneming.

5.3.1 Negatief eigen vermogen

Een eerste mogelijk aandachtspunt van discontinuïteit of ernstige onzekerheid over de continuïteit van de onderneming is een negatief eigen vermogen. Slechts 1% (1 onderneming) van de ondernemingen heeft een negatief eigen vermogen aan het eind van het meest recente boekjaar.³¹ Alle overige ondernemingen hebben een positief eigen vermogen op de laatste balansdatum. Het negatieve eigen vermogen van de bewuste onderneming wordt overigens afdoende verklaard door het management van de onderneming in het directieverslag.

²⁹ Deze ondernemingen zijn: Amserdam Commodities N.V, Arcadis N.V, Brunel International N.V, Cryo Save Group N.V, CSM N.V, ING Groep N.V, Nieuwe Steen Investments N.V, Ranstad Holding N.V, RoodMicrotec N.V, SBM Offshore N.V, SNS REAAL N.V, TNT N.V, TomTom N.V, Koninklijke Vopak N.V, Xeikon N.V en Ziggo N.V.

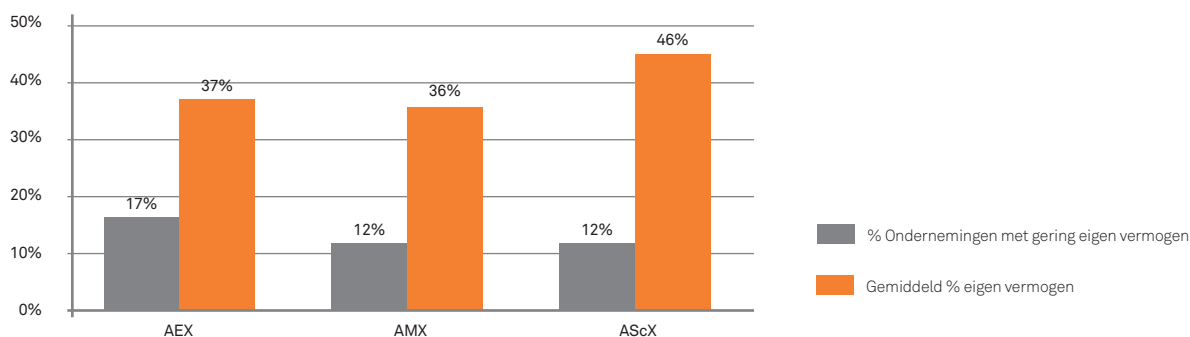
³⁰ Zie bijvoorbeeld BinckBank N.V. (Annual Report 2011, pagina 69).

³¹ Deze onderneming is Pharming Group N.V. Aan het eind van 2011 bedroeg het negatieve eigen vermogen van de onderneming € - 1,188,000.

5.3.2 Gering eigen vermogen

Een tweede aandachtspunt betreft de (geringe) omvang van het eigen vermogen. In het kader van dit onderzoek is een gering eigen vermogen gedefinieerd als: eigen vermogen/totaal vermogen van <15%. Over de gehele populatie gezien heeft 14% (10 ondernemingen) van de ondernemingen een gering eigen vermogen. Zoals uit figuur V (linkerkolom) blijkt ligt het percentage ondernemingen met een gering eigen vermogen het hoogst bij de AEX (17%), gevolgd door de AMX (12%) en AScX (12%). Daarnaast is het opvallend dat het voornamelijk bank- en verzekeraars betreft met een gering eigen vermogen, iets wat op zichzelf niet als vreemd moet worden beschouwd gegeven de aard van de bedrijfsactiviteiten. Echter het zijn niet enkel en alleen bank- en verzekeraars met een gering eigen vermogen.³²

Figuur V: (Gering) eigen vermogen

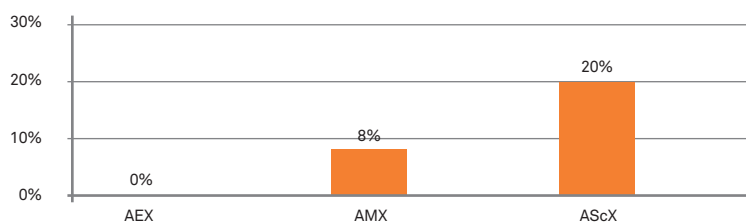


Verder blijkt uit figuur V (zie rechterkolom) dat het gemiddeld percentage eigen vermogen (uitgedrukt in eigen vermogen/totaal vermogen) het hoogst is bij AScX fondsen (46%) op gepaste afstand gevolgd door AEX- (37%) en AMX fondsen (36%).³³

5.3.3 Negatieve operationele kasstromen

Ten derde is nagegaan hoe vaak sprake is van negatieve operationele kasstromen. Over de gehele populatie gezien heeft 9% (7 ondernemingen) van de ondernemingen een negatieve operationele kasstroom in het meest recente boekjaar.³⁴ Wij merken hierbij op dat het veelal andere ondernemingen betreft dan die ondernemingen met een gering eigen vermogen. Uit figuur VI blijkt dat ondernemingen met een negatieve operationele kasstroom genoteerd staan aan de AMX (8%) dan wel AScX (20%). Er zijn geen AEX fondsen met een negatieve operationele kasstroom over het afgelopen boekjaar. Verder is het opvallend dat meer dan de helft van de ondernemingen met een negatieve operationele kasstroom deze niet of slechts summier toelicht in het jaarverslag.

Figuur VI: Negatieve operationele kasstromen



³² Ook Koninklijke KPN Nederland N.V., PostNL N.V., Grontmij N.V. en Pharming Group N.V. hebben een gering eigen vermogen.

³³ Algeheel gemiddelde: 39,31%. Mediaan: 42,41%. Standaarddeviatie 0,1838.

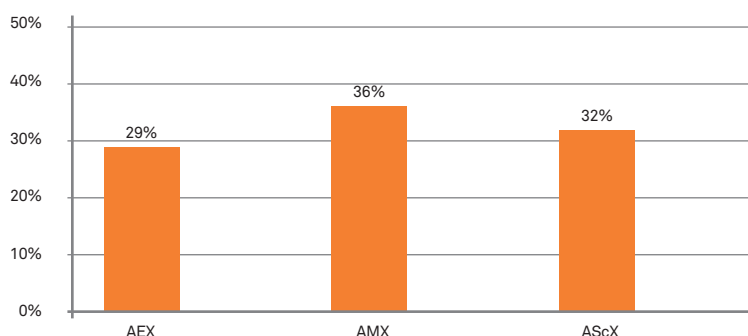
³⁴ Deze ondernemingen zijn respectievelijk: Koninklijke BAM Groep N.V., Heijmans N.V., ICT Automatisering N.V., KAS Bank N.V., Ordina N.V., Pharming Group N.V. en Qurius N.V.

5.3.4 Negatieve resultaten bij bedrijfsonderdelen

Op de vierde plaats is nagegaan of en bij welke ondernemingen sprake is van aanzienlijke negatieve bedrijfsresultaten bij (bepaalde) bedrijfsonderdelen. Omdat de hier gebruikte term ‘aanzienlijk’ ruimte voor interpretatie biedt, geven wij eerst een korte uiteenzetting wat onder ‘aanzienlijk’ wordt verstaan in ons onderzoek. Allereerst zijn alle ondernemingen die over het geheel verlieslatend waren in 2011 ingedeeld bij deze categorie. Daarnaast is gekeken naar de omvang van het verlieslatende bedrijfsonderdeel (gemeten naar omzet) ten opzichte van de overige bedrijfsonderdelen. Indien dit het grootste (bedrijfs)onderdeel betrof is dit als aanzienlijk geclassificeerd. Ten slotte is gekeken naar de omvang van het verlies (van het desbetreffende bedrijfsonderdeel) in relatie tot het totale bedrijfsresultaat van de onderneming. Indien dit meer dan 15% van het totale bedrijfsresultaat bedroeg is dit als aanzienlijk geclassificeerd.

Uit figuur VII blijkt dat ongeveer eenderde van de ondernemingen (32%) te kampen heeft met aanzienlijke negatieve resultaten bij bedrijfsonderdelen, waarbij het opvallend is dat deze ongeveer in gelijke mate voorkomen in alle drie de indices. Wanneer we een blik werpen op hetgeen als ‘aanzienlijk’ geclassificeerd is, valt op dat dit hoofdzakelijk ondernemingen betreft die of wel over het geheel verlieslatend waren of waarvan het grootste bedrijfsonderdeel verlieslatend was in het afgelopen boekjaar. In 83% van de gevallen waar er sprake is van negatieve resultaten bij bedrijfsonderdelen worden deze nader toegelicht door het management van de onderneming in het directieverslag.

Figuur VII: Negatieve bedrijfsresultaten bij bedrijfsonderdelen



5.3.5 Niet langer voldoen aan financieringsconvenanten

Een volgend (vijfde) aandachtspunt betreft ondernemingen die niet langer voldoen aan financieringsconvenanten. Bij slechts 5% (4 ondernemingen) van ondernemingen is er sprake van het niet langer voldoen aan financieringsconvenanten in het meest recente boekjaar. Hierbij is het opvallend dat het hier louter AScX fondsen betreft.³⁵ Een treffend voorbeeld hiervan is te vinden in het jaarverslag van Kardan N.V.

D. Kardan N.V. (Annual report 2011, pagina 38):

“Covenants: As of December 31, 2011, Kardan N.V. did not meet financial covenants towards a lending bank relating to maintaining a minimum equity level. As a result, long term loans in the amount of EUR 30 million were classified to short term. Within the Group, additional loans with the same covenant in the amount of EUR 144 million, including an amount of EUR 100 million owed by GTC RE, were also classified as short term liabilities.

In March 2012, Kardan N.V. received a signed letter from the lending bank describing principal agreements between Kardan N.V. and the bank relating to a change in the financial covenants required with respect to the aforementioned loans.

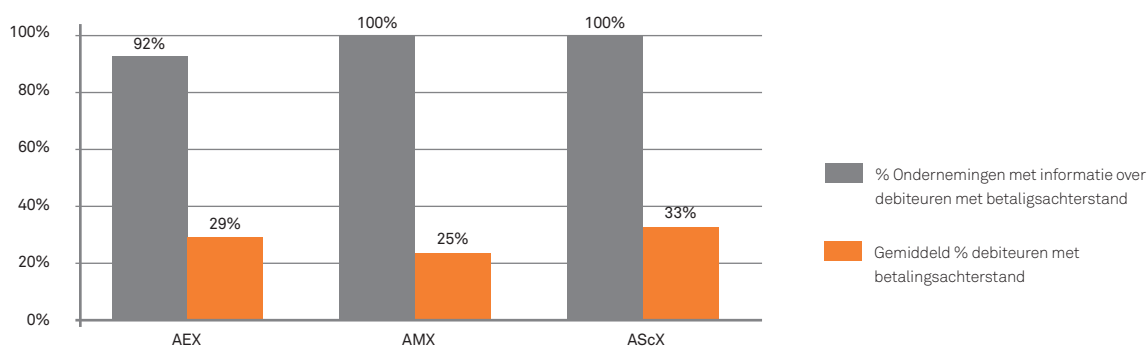
³⁵ Deze ondernemingen zijn achtereenvolgens: Dockwise Ltd, Grontmij N.V, Kardan N.V en Qurius N.V.

According to the principal agreement, the financial covenants will be amended so that Kardan N.V. is required to maintain a minimum shareholders' equity of EUR 160 million, and a ratio of equity to total stand-alone balance sheet of Kardan N.V. of 21%. In addition, it was agreed to early repay an amount of EUR 35 million from the total outstanding loans of Kardan, GTC RE Holding and Tahal Assets.

5.3.6 Aanwijzingen dat debiteuren niet langer aan hun verplichtingen zullen voldoen

Ten zesde is gekeken naar aanwijzingen dat debiteuren niet aan hun verplichtingen zullen voldoen. Met uitzondering van twee ondernemingen³⁶, die onvoldoende informatie verstrekken met betrekking tot debiteuren, hebben zoals verwacht alle ondernemingen debiteuren met een betalingsachterstand (zie linkerkolom figuur VIII).

Figuur VIII: Debiteuren met betalingsachterstand



Wanneer we een blik werpen op de rechterkolom van figuur VIII, zien we dat het gemiddelde % debiteuren met een betalingsachterstand over de gehele populatie ongeveer 29% bedraagt. Het dient hierbij echter wel vermeld te worden dat dit gemiddelde gebaseerd is op een deelpopulatie van 55 ondernemingen.³⁷ Overigens zijn vrijwel alle ondernemingen, waarbij het niet mogelijk was een gemiddelde van de debiteuren met een betalingsachterstand te berekenen, financiële dienstverleners en vastgoedfondsen. Een voorbeeld van een best practice in dit kader is Heineken N.V. Toevallig ligt het gemiddelde % debiteuren met betalingsachterstand bij deze onderneming (29.3%) nagenoeg gelijk aan dat van de gehele populatie.

E. Heineken N.V. (Annual report 2011, pagina 127):

The ageing of trade and other receivables (excluding derivatives) at the reporting date was:

In millions of EUR	Gross 2011	Impairment 2011	Gross 2010	Impairment 2010
Not past due	1,909	(67)	1,894	(49)
Past due 0-30 days	233	(17)	250	(21)
Past due 31-120 days	210	(83)	271	(106)
More than 120 days	349	(311)	294	(270)
	2,701	(478)	2,709	(446)

³⁶ Betreffende ondernemingen zijn: Air France-KLM S.A en Unibail-Rodamco S.A.

³⁷ Wij verwijzen naar IFRS (7.36-7.38) volgens welke ondernemingen verplicht zijn om informatie te verschaffen over financiële activa die noch vervallen noch herzien zijn en eveneens verplicht zijn om 'analytische' informatie te presenteren omtrent financiële activa die in waarde verminderd of vervallen zijn.

5.3.7 Significante problemen met betrekking tot de bedrijfsvoering

Als zevende aandachtspunt is onderzocht welke ondernemingen significante problemen rapporteren met betrekking tot de bedrijfsvoering. Voorbeelden hiervan zijn volgens RJ 170: het verlies van een belangrijke afzetmarkt, concessie, licentie of essentiële leverancier, personeelsproblemen of een tekort aan belangrijke grondstoffen. Daar het hier substantiële (bedrijfsspecifieke) problemen ten aanzien van de bedrijfsvoering betreft zijn algemene statements in de directieverslagen zoals 'uitdagende marktomstandigheden', 'de aanhoudende Euro crisis' en 'hoge grondstofprijzen' niet als significant geïdentificeerd. Hieronder presenteren wij twee voorbeelden die wel als significant geïdentificeerd zijn:

F. Koninklijke KPN Nederland N.V. (Annual report 2011, pagina 3):

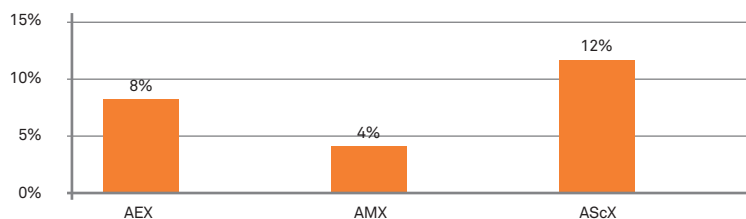
"In the consumer market, our market shares and revenues were under pressure. We saw a further rise in the use of mobile apps, so consumers sent considerably fewer SMS messages and made fewer calls. With our new mobile tariffs, we were the first Dutch provider to respond to that trend."

G. RoodMicrotec N.V (Annual report 2011, pagina(s) 36-37):

"The German operation continued to suffer from the departure of employees in 2010. This, combined with a tighter labour market, again prevented the German activities from contributing to ICT's profit in 2011. Last year was a difficult year for ICT's German activities. In addition to the impact of the shrinking workforce, Germany was faced with an extremely challenging labour market. Although recruitment activities were reasonably successful, staff turnover was so high that the number of people recruited was the same as the outflow in 2011. Due to the Report of the Executive Board relatively smaller workforce, the German business booked considerably lower turnover than in 2010, as a result of which Germany again failed to contribute to profit in 2011. The developments in Germany over the course of the year led to a € 10.2 million goodwill impairment, which was charged to the 2011 net profit which in turn led to a net loss for ICT as a whole."

Zoals uit figuur IX blijkt, heeft gemiddeld 8% (6 ondernemingen) van de ondernemingen te maken met significante problemen ten aanzien van de bedrijfsvoering. Dit komt relatief het vaakst voor bij Small Cap fondsen (12%), gevolgd door AEX fondsen (8%) en AMX fondsen (4%). Zoals uit beide voorbeelden blijkt is wel enige nuancering hier op zijn plaats; het betreft hier vooral kwalitatieve informatie die lastig interpreteerbaar is omdat het weinig concreet is.

Figuur IX: Significante problemen met betrekking tot de bedrijfsvoering

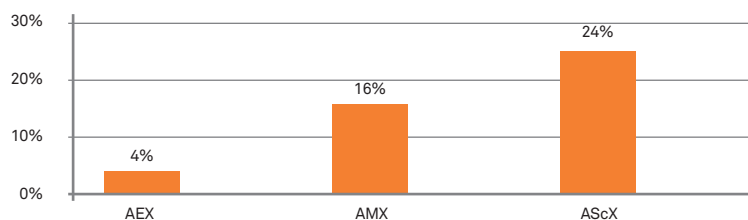


5.3.8 Aanpassing van financieringsconvenanten

Vervolgens is gekeken naar aanpassingen van financieringsconvenanten. Zoals reeds in paragraaf 5.3.5 te lezen viel is er bij slechts 5% van de ondernemingen sprake van het doorbreken van financieringsconvenanten. Uit figuur X blijkt dat het percentage ondernemingen met een aanpassing van de financieringsconvenanten in het meest recente boekjaar aanzien-

lijk hoger ligt. Over de gehele populatie gezien is er bij 15% (11 ondernemingen) van de ondernemingen sprake van een aanpassing van de financieringsconvenanten. Dit komt relatief gezien vaker voor bij AScX- (24%) en AMX fondsen (16%) dan bij AEX fondsen (4%).

Figuur X: Aanpassing van financieringsconvenanten

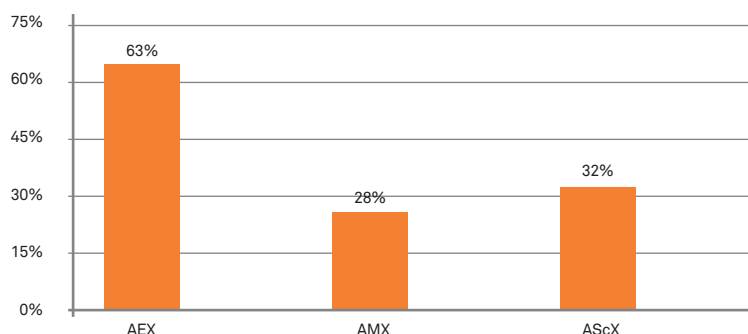


5.3.9 Nieuw afgesloten financieringen

Als negende aandachtspunt is nagegaan of sprake is van nieuw afgesloten financieringen. Allereerst is hier een nadere afbakening van hetgeen verstaan wordt onder nieuw afgesloten financiering op zijn plaats. Onder 'nieuw' afgesloten financiering verstaan wij het afsluiten van een nieuwe lening, kredietfaciliteit en/of het uitgeven van (converteerbare) obligaties. Uitgifte van nieuwe aandelen en herfinanciering van bestaande kredietfaciliteiten (komt in een latere paragraaf nog aan de orde) zijn niet geïnclassificeerd als 'nieuw afgesloten financieringen'.

Gemiddeld is er bij 41% (30 ondernemingen) van de ondernemingen sprake van nieuw afgesloten financiering. Zoals uit figuur XI duidelijk naar voren komt treffen we 'nieuw afgesloten financiering' het meest frequent aan bij AEX fondsen (63%). Het verschil tussen AMX fondsen (28%) en AScX fondsen (32%) is relatief gering.

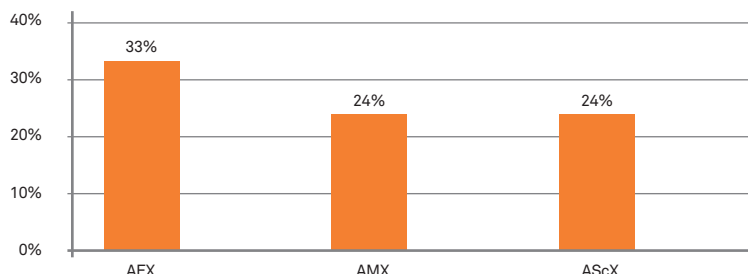
Figuur XI: Nieuw afgesloten financieringen



5.3.10 Significante herstructureringen en/of reorganisaties

Als laatste aandachtspunt is onderzocht of er sprake is van significante herstructureringen en/of reorganisaties. Daar het hier wederom een term ('significant') betreft die nadere afbakening behoeft volgt eerst een korte onderbouwing wat onder 'significant' verstaan wordt. Allereerst is gekeken naar het vermelden van herstructureringen en/of reorganisaties in het voorwoord van de bestuursvoorzitter. Daarnaast is het directieverslag nader onderzocht op meldingen van herstructureringen en/of reorganisaties. Ten slotte is in een aantal gevallen de balans en winst- en verliesrekening er op nageslagen om de 'significantie' van de herstructureringen en/of reorganisaties te meten. Over de gehele populatie gezien is er bij 27% (20 ondernemingen) sprake van significante herstructureringen en/of reorganisaties. Uit figuur XII blijkt dat deze relatief het meest voorkomen bij AEX fondsen (33%), gevolgd door AMX- (24%) en AScX fondsen (24%).

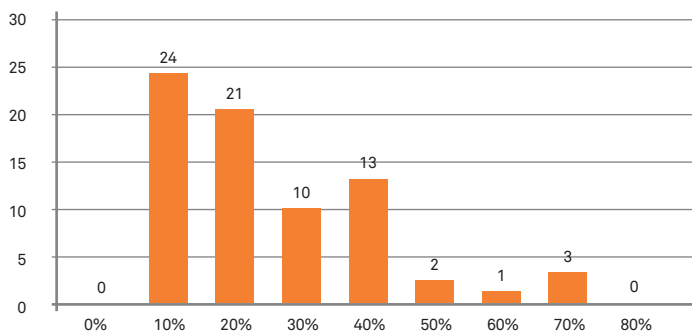
Figuur XII: Significante herstructureringen en/of reorganisaties



5.4 Overall ‘(Dis)continuïteitsscore’

Op basis van de bovenstaande 10 mogelijke aandachtspunten van discontinuïteit of ernstige onzekerheid over de continuïteit van de onderneming is een zogenaamde ‘(dis)continuïteitsscore’ per onderneming samengesteld. De ‘(dis)continuïteitsscore’ is aldus het gemiddelde van het aantal mogelijke aandachtspunten van discontinuïteit per onderneming, waarbij geldt: hoe lager de (dis)continuïteitsscore, des te minder aandachtspunten van mogelijke discontinuïteit er zijn. Ieder mogelijk aandachtspunt van discontinuïteit heeft overigens een gelijke weging.

Figuur XIII: Aantal ondernemingen per discontinuïteitsscore



Over de gehele populatie gezien zijn er 24 ondernemingen (zie figuur XIII) met de laagste discontinuïteitsscore, te weten 10% (dat betekent slechts één mogelijk aandachtspunt van discontinuïteit).³⁸ Aan de andere kant van het spectrum vinden we in onze onderzoekspopulatie een zestal ondernemingen met een discontinuïteitsscore van 50% of hoger. Deze groep omvat 4 AScX fondsen, 1 AMX fonds en 1 AEX fonds.

Bij de drie ondernemingen met de relatief gezien hoogste discontinuïteitsscore (70%) heeft de accountant een goedkeurende controleverklaring met een toelichtende paragraaf afgegeven. Een voorbeeld hiervan is te vinden in de controleverklaring bij het jaarverslag van Qurius N.V.

³⁸ Deze ondernemingen zijn: Aalberts Industries N.V., Accell Group N.V., Amsterdam Commodities N.V., Koninklijke Ahold N.V., Advanced Semiconductor Materials International N.V., ASML Holding N.V., Beter bed Holding N.V., Koninklijke Boskalis Westminster N.V., Brunel International N.V., Cryo Save Group N.V., DOCDATA N.V., Koninklijke DSM N.V., MacIntosh Retail Group N.V., Nutreco Holding N.V., Reed Elsevier N.V., Sligro Food Group N.V., Koninklijke Ten Cate N.V., Unibail-Rodamco S.A., Unit 4 Agresso N.V., VastNed Retail N.V., Koninklijke Vopak N.V., Xeikon N.V. en Ziggo N.V.

H. Qurius N.V. (Annual report 2011, pagina 77):

“Emphasis of uncertainty with respect to the going concern assumption:

We draw attention to note 10 and the notes to liquidity risk and financing risk, which describe the breach of the covenants by Qurius N.V. Qurius N.V. has received a waiver from the lender for the period until 30 April 2012. Qurius plans to further develop and implement strategic funding initiatives. If adverse developments occur, this may cast significant doubt about the company's ability to continue as a going concern. Our opinion is not qualified in respect of this matter.”

Overigens zou mogen worden verwacht dat in de situatie dat de accountant in zijn verklaring een toelichtende paragraaf opneemt het management van die onderneming in het jaarverslag adequate informatie verstrekt over de onzekerheden met betrekking tot de continuïteit inclusief haar plannen om met deze onzekerheden om te gaan. Het valt op dat dit bij één van deze ondernemingen nauwelijks het geval lijkt te zijn. In het desbetreffende jaarverslag treffen wij slechts zeer summere informatie aan met betrekking tot deze onzekerheden..

In algemene zin verwachten wij dat het management van de onderneming een nadere toelichting presenteert - op met name die punten die negatief van invloed (kunnen) zijn op de continuïteit van de onderneming - in het directieverslag. Ons onderzoek laat op dit aspect echter een tweeledig beeld zien. Enerzijds is de informatievoorziening in het directieverslag bevredigend te noemen als het gaat om informatie met betrekking tot negatief eigen vermogen, financieringsconvenanten (wijzigingen en/of onvolkomenheden), nieuw afgesloten financieringen, negatieve resultaten bij bedrijfsonderdelen, problemen ten aanzien van de bedrijfsvoering en significante herstructureringen en/of reorganisaties.

Anderzijds is de informatieverstrekking ten aanzien van een gering eigen vermogen en negatieve operationele kasstromen onvoldoende. Het merendeel van de ondernemingen met een gering eigen vermogen besteedt geen (extra) aandacht aan de vermogenspositie van de onderneming in het directieverslag. Daarnaast is het ook opvallend dat meer dan de helft van de ondernemingen met een negatieve operationele kasstroom deze niet of onvoldoende verklaart in het jaarverslag.

5.5 Naleving aanbevelingen NBA Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie

In het adviesrapport “Verbreding Poortwachtersfunctie: meer zekerheid bij informatieve rapportages” doet de NBA enkele concrete aanbevelingen waaraan een degelijke continuïteitsanalyse moet voldoen. Deze aanbevelingen bevinden zich op de volgende gebieden: juridische- en governance structuur (5.5.1), financiële structuur met in het bijzonder solvabiliteit en liquiditeit (5.5.2), schuldconvenanten (5.5.3), betekenisvolle acquisities en desinvesteringen (5.5.4), scenario analyses (5.5.5).

In navolging op de bovengenoemde onderwerpen is er specifiek ook gekeken naar de weergave van een organigram (5.5.1), de presentatie van rentabiliteitsratio's (5.5.2), informatie ten aanzien van herfinanciering (5.5.3), de weergave van een SWOT analyse (5.5.5) en prospectieve informatievoorziening (5.5.6) - in het jaarverslag.

5.5.1 Juridische- en governance structuur

Rechtsvorm:

Zoals uit bijlage I blijkt is veruit de meest voorkomende rechtsvorm onder in Nederland genoteerde beursfondsen de Naamloze Vennootschap (N.V). 68 van de 74 ondernemingen (92%) heeft als rechtsvorm de N.V. Daarnaast staan er nog ondernemingen genoteerd aan de Amsterdam Stock Exchange met als rechtsvorm “Societe Anonyme” [S.A] (4), “public limited company” [plc] (1) en “limited” [ltd] (1).

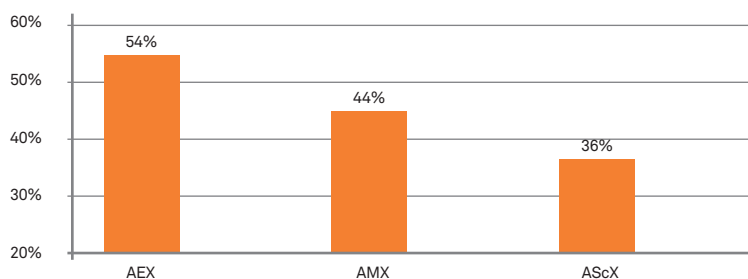
Beschrijving van de juridische- en governance structuur

Alle ondernemingen geven een beschrijving van de in het afgelopen boekjaar gehanteerde juridische- en governance structuur. Vrijwel altijd is deze informatie te vinden in een corporate governance paragraaf en bevat informatie met betrekking tot rechtsvorm, organisatiestructuur, aandeelhoudersstructuur, naleving van de van toepassing zijnde corporate governance code, informatie met betrekking tot bestuurders en commissarissen, procedures ten aanzien van de algemene vergadering van aandeelhouders en indien van toepassing mogelijke beschermingsconstructies.

Schema van de organisatie

Over de gehele populatie gezien presenteert 45% (33 ondernemingen) van de ondernemingen een organigram in haar jaarverslag. Zoals uit figuur XIV blijkt presenteren AEX fondsen (54%) relatief gezien vaker een organigram in het jaarverslag dan AMX- (44%) en AScX fondsen (36%).

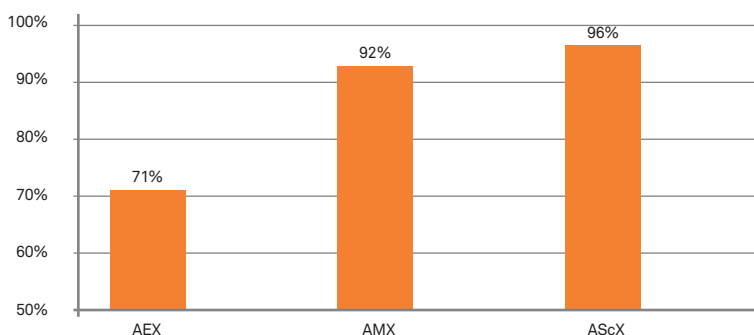
Figuur XIV: Organigram in jaarverslag



Lijst met alle dochterondernemingen en eigendomspercentages

Gemiddeld presenteert 86% (64 ondernemingen) van de vennootschappen een lijst met alle dochterondernemingen (en eigendomspercentages) behorende bij de desbetreffende vennootschap in het jaarverslag. Uit figuur XV blijkt dat AMX (92%) en AScX (96%) fondsen relatief gezien vaker een lijst met alle vennootschappen en eigendomspercentages in het jaarverslag presenteren dan AEX fondsen (71%). Met name deze laatste volstaan nogal eens met enerzijds een verwijzing naar de Kamer van Koophandel (KvK) of anderzijds dat er een lijst met alle dochterondernemingen beschikbaar is op het (hoofd)kantoor van de vennootschap.

Figuur XV: Lijst met alle vennootschappen en eigendomspercentages in jaarverslag



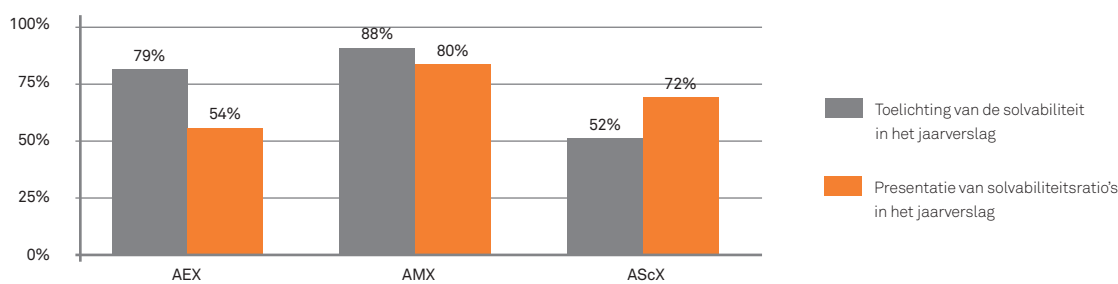
5.5.2 Solvabiliteit, liquiditeit en het gebruik van financiële ratio's in het jaarverslag

Solvabiliteit

Over de gehele populatie gezien geeft 73% (54 ondernemingen) van de ondernemingen een nadere toelichting in het directieverslag op de solvabiliteit van de vennootschap (zie linkerkolom figuur XVI). AMX- (88%) en AEX fondsen (79%)

geven relatief gezien vaker een toelichting op de solvabiliteit van de onderneming dan AScX fondsen (52%). Uit de rechterkolom van figuur XVI blijkt dat gemiddeld gezien 69% (51 ondernemingen) van de ondernemingen een solvabiliteitsratio in het jaarverslag presenteert. De meest gebruikte ratio's zijn: eigen vermogen/vreemd vermogen en eigen vermogen/totaal vermogen of een variant hiervan. Opmerkelijk genoeg presenteren AMX- (80%) en AScX fondsen (72%) relatief gezien vaker een solvabiliteitsratio dan AEX fondsen (54%) in het jaarverslag. 41% (30 ondernemingen) van de ondernemingen hanteert een streefwaarde voor de gebruikte ratio's en presenteert deze in het jaarverslag. De afzonderlijke verdeling per index van de gehanteerde streefwaarde(n) is als volgt: AEX (29%), AMX (48%) en AScX (44%). Hierbij valt wederom op dat AMX en AScX fondsen relatief gezien meer (solvabiliteits)informatie verschaffen dan AEX fondsen. De discrepantie tussen het toelichten van de solvabiliteit enerzijds en de presentatie van (solvabiliteits)ratio's anderzijds, is toe te schrijven aan het feit dat er enkele ondernemingen zijn die wel ratio's vermelden maar deze verder niet toelichten; en ondernemingen die de solvabiliteit wel nader toelichten maar hierbij geen (solvabiliteits)ratio's presenteren.

Figuur XVI: Solvabiliteit

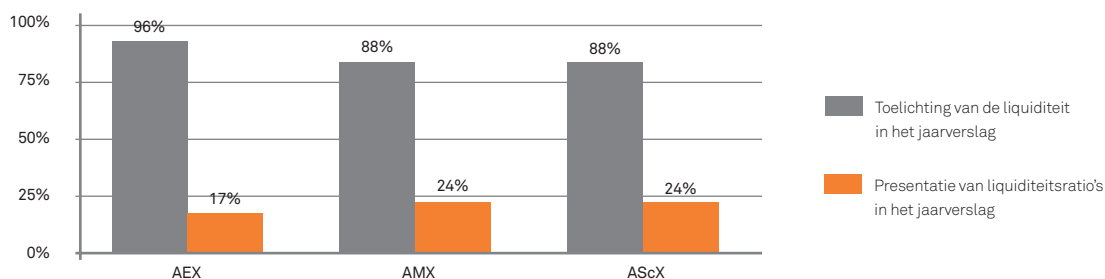


Liquiditeit

Een opvallende constatering ten aanzien van de informatieverstrekking over de liquiditeit van de vennootschap is dat 91% (67 ondernemingen) van de ondernemingen de liquiditeit wél nader toelicht (zie figuur XVII linkerkolom), maar dat gemiddeld gezien nog geen kwart van de ondernemingen (22%) hierbij een liquiditeitsratio in het jaarverslag presenteert (zie figuur XVII rechterkolom). De liquiditeit van de onderneming wordt veelal toegelicht aan de hand van het kasstromenoverzicht, met vaak ook een verklaring van mutaties in het werkkapitaal, maar waarbij in de meeste gevallen dus geen ratio's worden gepresenteerd. Wanneer er wel (liquiditeits)ratio's in het jaarverslag worden gepresenteerd zijn de meest voorkomende: de current ratio en quick ratio (zie ook tabel I). Amper 7% (5 ondernemingen) van de ondernemingen hanteert een streefwaarde voor de gebruikte ratio's en presenteert deze in het jaarverslag. De verdeling per index van de gehanteerde liquiditeitsstreefwaarde(n) is als volgt: AEX (8%), AMX (8%) en AScX (4%).

Ten slotte zijn de verschillen tussen de afzonderlijke indices minimaal. AEX fondsen (96%) geven relatief gezien iets frequenter een toelichting op de liquiditeit van de onderneming dan AMX- en AScX fondsen (beiden 88%). Aan de andere kant presenteren AMX- en AScX fondsen (beiden 24%) iets vaker een liquiditeitsratio in het jaarverslag dan AEX fondsen (17%).

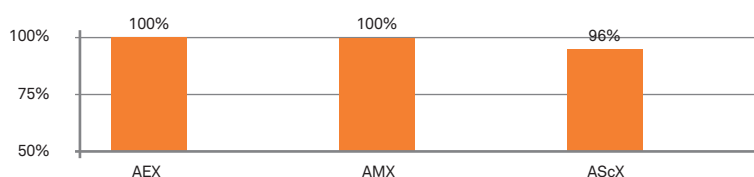
Figuur XVII: Liquiditeit



Liquiditeitsrisico

Zoals enigszins te verwachten viel presenteren nagenoeg alle ondernemingen³⁹ informatie met betrekking tot het liquiditeitsrisico van de vennootschap omdat dit verplicht is onder IFRS 7. Het overgrote merendeel van de ondernemingen heeft het liquiditeitsrisico van de vennootschap gekwantificeerd. Vanzelfsprekend zijn ook de verschillen tussen de afzonderlijke indices minimaal (zie figuur XVIII).

Figuur XVIII: Liquiditeitsrisico



Het gebruik van financiële ratio's in het jaarverslag

Zoals reeds eerder vermeld onder de kopjes solvabiliteit en liquiditeit presenteert respectievelijk 69% van de ondernemingen een solvabiliteitsratio en 22% van de ondernemingen een liquiditeitsratio in het jaarverslag. In het geval van de liquiditeitsratio is dit bijna altijd de *current ratio* (20%). De *quick ratio* wordt een stuk minder vaak gepresenteerd in het jaarverslag (4%).

Over de gehele populatie gezien presenteert 46% van de ondernemingen een rentabiliteitsratio in het jaarverslag. De meest frequent gepresenteerde ratio's zijn: *Return on Capital Employed [ROCE]* (31%) en *Return on Equity [ROE]* (28%). *Return on Investment [ROI]* komt duidelijk een stuk minder vaak voor (8%). Overall presenteert 68% van de ondernemingen een zogenaamde 'schuldconvenant' ratio in het jaarverslag. Zoals uit tabel III blijkt komt de *Net debt/EBITDA*⁴⁰ ratio (55%) net iets frequenter voor dan de *Interest coverage ratio [ICR]* (43%).

Ten slotte valt op dat de verschillen per index (met uitzondering van de solvabiliteit) relatief gering.

Tabel I: Het gebruik van financiële ratio's in het jaarverslag

Item:	Totaal	AEX	AMX	AScX
Solvabiliteit:	69%	54%	80%	72%
- EV/VV, EV/TV	69%	54%	80%	72%
Liquiditeit:	22%	17%	24%	24%
- Current ratio	20%	17%	20%	24%
- Quick ratio	4%	4%	4%	4%
Rentabiliteit:	46%	46%	44%	48%
- Return on equity (ROE)	28%	21%	24%	40%
- Return on investment (ROI)	8%	17%	0%	8%
- Return on capital employed (ROCE)	31%	38%	36%	20%
Schuldconvenant:	68%	67%	76%	60%
- Net debt/EBITDA ratio	55%	54%	60%	52%
- Interest coverage ratio	43%	29%	56%	44%

39 De enige onderneming die niet of nauwelijks informatie verstrekt met betrekking tot het liquiditeitsrisico van de onderneming is Arseus N.V.

40 Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA).

5.5.3 Schuldconvenanten

Een schuldconvenant is een door een bank of andere kredietverlener verstrekt document behorend bij het verstrekte krediet dat de voorwaarden beschrijft waaronder de lening is verstrekt of zal kunnen worden verlengd. Over het algemeen gezien is de informatievoorziening met betrekking tot schuldconvenanten bevredigend te noemen. Van alle ondernemingen verstrekt 93% (69 ondernemingen) informatie met betrekking tot schuldconvenanten in het jaarverslag. Slechts 5 ondernemingen, louter AScX fondsen, presenteren geen informatie ten aanzien van de van toepassing zijnde schuldconvenanten. Bij 18% (13 ondernemingen) van de ondernemingen zijn er op de desbetreffende kredietfaciliteiten geen schuldconvenanten van toepassing. Een vijftal ondernemingen (7%) maakt melding van schuldconvenanten in het jaarverslag, maar verstrekt hierover vervolgens geen nadere informatie. Het gemiddeld aantal van toepassing zijnde ratio's bedraagt 2,33. Uit tabel II blijkt dat het gemiddeld aantal ratio's het hoogst ligt bij AMX fondsen (2,53), gevolgd door AScX- (2,40) en AEX fondsen (1,92).

Tabel II: Informatie met betrekking tot schuldconvenanten

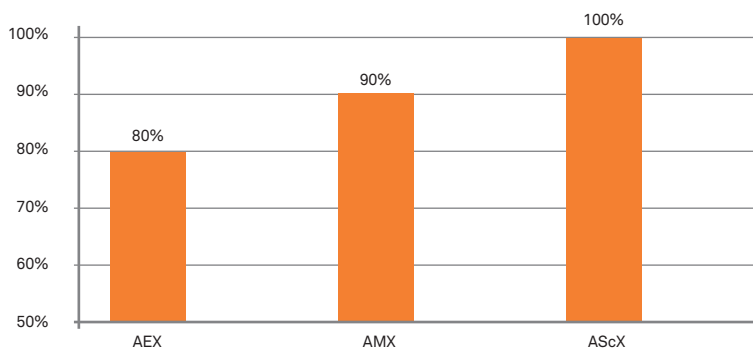
Item:	Totaal	AEX	AMX	AScX
Informatie met betrekking tot schuldconvenanten	93%	100%	100%	80%
Geen sprake van schuldconvenanten	18%	33%	4%	17%
Geen verdere informatie mbt schuldconvenanten	7%	13%	8%	0%
Gemiddeld aantal relevante ratio's:	2,33	1,92	2,53	2,40

Zoals reeds beschreven in paragraaf 5.4.2 zijn de twee meest voorkomende ratio's in schuldconvenanten de: *net debt*⁴¹/*EBITDA ratio* (80%) en *interest coverage ratio* (63%). Andere relatief vaak gebruikte ratio's zijn: *solvabiliteit* (28%) en een *minimaal benodigde hoeveelheid (eigen) vermogen* (26%).

Ratio's met betrekking tot schuldconvenanten en uitkomsten verslagjaar

Op 5 van de in totaal 51 ondernemingen na, zijnde 10% van de ondernemingen met van toepassing zijnde schuldconvenanten, presenteert iedereen de overeengekomen ratio's en de uitkomsten van deze ratio's in het jaarverslag. De score bij de AScX fondsen is maximaal (100%), gevolgd door de AMX fondsen (90%) en de AEX fondsen (80%).

Figuur XIX: Relevante ratio's én de uitkomsten hiervan in het afgelopen boekjaar



Een best practice op het gebied van het presenteren van de relevante ratio's én uitkomsten in het meest recente verslagjaar is te vinden in het jaarverslag van Aalberts Industries N.V.

41 Nettoschuld.

I. Aalberts Industries N.V (Annual report 2011, pagina 69):

"Aalberts Industries has agreed the following covenants with its banks:

Covenants:	Leverage ratio:	Interest cover ratio:
As at 31 December 2010	< 3.5	> 3.0
As at 30 June of each year thereafter	< 3.5	> 3.0
As at 31 December of each year thereafter	< 3.0	> 3.0

Definitions:

- Leverage ratio: Net debt / EBITDA on 12 months rolling basis
- Interest cover ratio: EBITDA / net interest expense on 12 months rolling basis

The interest rate surcharges are made dependant of the achieved leverage ratio.

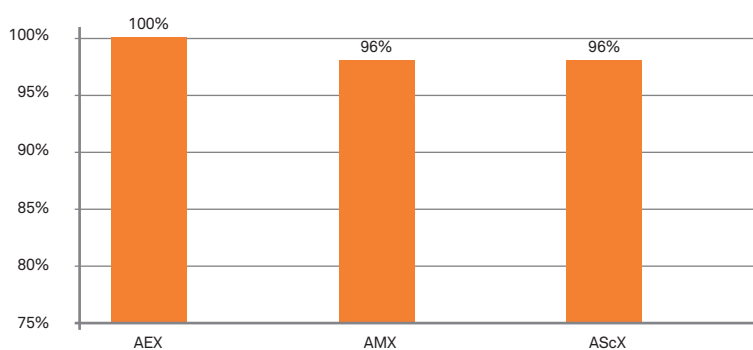
At year-end the requirements in the covenants are met as stated below.

Realised covenant ratios:	2011	2010
Leverage ratio	2.0	2.3
Interest cover ratio	12.9	10.4"

Aflossingsschema

Over de gehele populatie gezien presenteert 97% (72 ondernemingen) van de ondernemingen een aflossingsschema in het jaarverslag. Zoals uit figuur XX blijkt zijn er nauwelijks verschillen tussen de afzonderlijke indices: AEX (100%), AMX (96%) en AScX (96%). Beide ondernemingen die geen aflossingsschema presenteren hebben volgens het jaarverslag geen lange termijn (> 1 jaar) schulden.⁴²

Figuur XX: Aflossingsschema in het jaarverslag

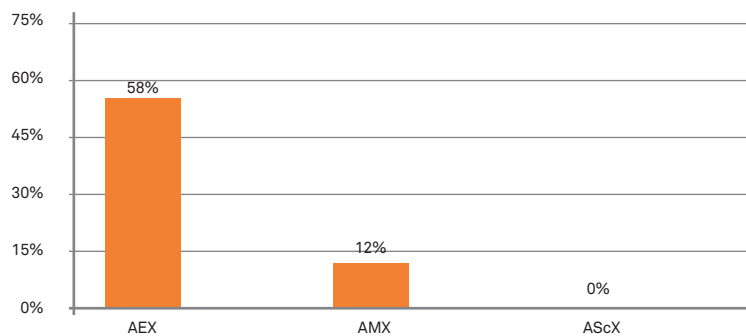


Externe kredietbeoordeling (credit rating)

Gemiddeld gezien heeft 23% (17 ondernemingen) van de ondernemingen een credit rating toegewezen gekregen door een externe kredietbeoordelaar (Fitch, Moody's en/of Standard & Poor's) en presenteert deze in het jaarverslag. Uit figuur XXI blijkt dat het voornamelijk AEX fondsen (58%) zijn die een credit rating presenteren in het jaarverslag. Slechts 12% van de AMX- en geen van de AScX fondsen presenteert een credit rating in het jaarverslag. Het dient hierbij echter wel te worden aangetekend dat het niet hebben van een credit rating niet per definitie negatief hoeft te zijn.

⁴² Deze ondernemingen zijn: Brunel International N.V en ICT Automatisering N.V.

Figuur XXI: Credit rating



5.5.4 Acquisities en desinvesteringen

Alle 74 ondernemingen presenteren informatie over (betekenisvolle) acquisities en desinvesteringen in het afgelopen boekjaar. Hierbij dient wel een kritische kanttekening te worden geplaatst omdat in vrijwel alle gevallen de relatie tussen de desbetreffende acquisitie en/of desinvestering en (uitwerking op) de continuïteit van de onderneming niet gelegd wordt. De informatie die wel wordt verschaft is meestal te vinden in de risicoparagraaf, maar die bevat dan vaak niet meer dan een algemene beschrijving van de risico's gepaard gaande met acquisities en desinvesteringen.

5.5.5 Scenario en SWOT analyse

Onder een scenario analyse verstaan wij een 'what-if scenario'. Wat zijn bijvoorbeeld de gevolgen voor de vennootschap wanneer er een belangrijke afzetmarkt, klant of essentiële leverancier wegvalt of er een tekort aan belangrijke grondstoffen ontstaat. Geen van de ondernemingen presenteert een dergelijke scenario analyse in het jaarverslag. Vermeldenswaardig is in dit kader wel het jaarverslag van Delta Lloyd N.V. In dit jaarverslag troffen wij een scenario analyse over het uiteenvallen van de Euro aan. Helaas ontbreekt het in deze analyse aan een nadere kwantificering en blijven daardoor de mogelijke gevolgen voor Delta Lloyd N.V. onduidelijk.

J. Delta Lloyd N.V. (Annual report 2011, pagina 83):

"Euro break-up scenarios

The likelihood of a break-up of the euro has increased. Economic divergence within the monetary area, a weak coordination mechanism for fiscal policy and banking supervision, absence of political leadership and disagreement on the terms for rescue funds as well as weak growth and tax revenues are the basic sources of this risk. For 2012, Delta Lloyd Group distinguishes several scenarios. In our basic scenario, a robust rescue plan will lead to restored confidence in the euro area and financial markets, with a possible long-term low interest rate environment and tightening spreads in the region due to ECB and IMF support. In the absence of a robust rescue plan, financial markets will remain volatile and compulsory recapitalisations and nationalisations would be needed to rescue banks. In a worst-case scenario, one or more countries could exit the euro or the euro would cease to exist.

Possible impact

The impact of the scenario without a euro break-up is significant, while the impact in the event of an actual break-up would be very severe. To handle potential emergencies resulting from the various scenarios, Delta Lloyd Group has created a core crisis team. This team simulates and prepares for escalation in several scenarios. It also closely monitors the early warning signs and prepares the organisation for crisis situations.

Risk management

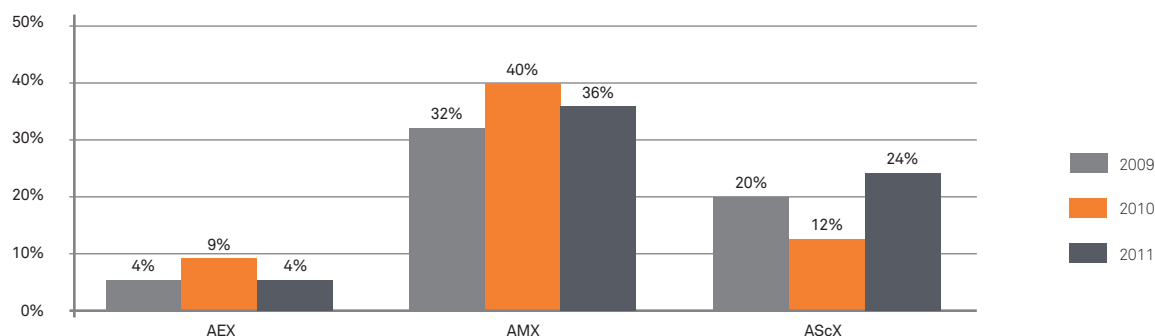
Delta Lloyd Group has significantly reduced its exposure to the euro zone's more credit-risky countries through disinvestment and hedging through credit default swaps.”

Informatie die alle ondernemingen in dit kader wel verstrekken zijn (merendeels onder IFRS verplichte) gevoeligheidsanalyses op het gebied van goodwill, pensioenen, rente en valuta. Een klein deel van de ondernemingen presenteert extra sensitiviteitsanalyses op het gebied van commodities en vastgoed.

SWOT analyse

Over de gehele populatie gezien neemt 22% (16 ondernemingen) van de ondernemingen een SWOT analyse op in het jaarverslag. Uit figuur XXII (rechterkolom) blijkt dat AMX- (36%) en AScX fondsen (24%) relatief veel vaker een SWOT analyse opnemen in het jaarverslag dan AEX fondsen (slechts 4%). Wanneer we deze bevindingen vergelijken met resultaten uit eerder onderzoek^{43,44}, valt op dat met name AScX fondsen (24% om 12%) het afgelopen jaar vaker een SWOT analyse hebben opgenomen in het jaarverslag. Bij zowel de AEX als AMX fondsen is er sprake van een lichte daling ten opzichte van 2010.

Figuur XXII: SWOT analyse



5.5.6 Prospectieve informatievoorziening

Deze paragraaf bespreekt de prospectieve informatievoorziening van de onderneming in het jaarverslag. Achtereenvolgens komen aan de orde: de huidige en toekomstige winstgevendheid, toekomstige kasstromen, toekomstige financieringsbehoefte en financiering en herfinanciering.

Huidige en toekomstige winstgevendheid

Waar alle ondernemingen informatie presenteren ten aanzien van de huidige winstgevendheid van de vennootschap (meest gebruikte maatstaven zijn: EBITDA, EBIT en nettowinst), presenteert slechts 25% van de ondernemingen informatie over de toekomstige winstgevendheid.

Van deze in totaal 19 ondernemingen betreft dit in 68% van de gevallen louter een kwalitatieve verklaring waarin de vennootschap aangeeft dat in het komende boekjaar, het resultaat beter dan wel slechter zal zijn dan in het afgelopen boekjaar. Slechts 26% (5 van de 19 ondernemingen) die een uitspraak doet over de winstverwachting heeft deze gekwantificeerd. Een best practice op dit gebied is te vinden in het jaarverslag van Nutreco N.V.

43 Koninklijk NIVRA Onderzoek naar de risicoparagraaf in jaarverslagen 2009 van Nederlandse beursfondsen (oktober 2010)

44 Transparency of Management Commentary: An empirical study of annual reports concerning economic analysis and strategy related information. Research instigated by the Dutch Association of Auditors (NBA) conducted by Shareholder Support. Prof. Dr. G.M.H. Mertens, S.R. Meliefste Msc and drs. I.H.C. Blij CFA (2011).

K. Nutreco N.V. (Annual report 2011, pagina 26):

“To execute Ambition 2016, a strong financial position is important to fund investments, acquisitions and innovation. Due to its strong balance sheet and cash flow Nutreco is well positioned to grow its business as defined. Nutreco provides the following guidance for the near future, wherein organic growth means volume growth as raw materials price effects are in principle passed through to customers. Acquisitions are in addition to organic growth.

	<i>Actual 2011</i>	<i>Guidance</i>
Organic growth (revenue) per segment		
- Premix and Feed Specialties	0.4%	4%
- Fish Feed	8.5%	5%.
- Animal Nutrition Canada	3.5%	1-2%
- Compound Feed Europe	-6.5%	1-2%
- Meat and Other	3.2%	1-2%
EBITA margin per segment (continuing operations)	4.9%	5-6%
- Premix and Feed Specialties	6.3%	7%
- Fish Feed	7.4%	7%.
- Animal Nutrition Canada	5.3%	6%
- Compound Feed Europe	2.2%	2-3%
- Meat and Other	3.6%	2-3%
Return on average capital employed	21.4%	> 15%
EBITA before exceptional items	EUR 232 million	EUR 400 million in 2016
Net debt / EBITDA ratio	1.0	< 3
Net debt / equity ratio	0.3	< 1
Interest coverage (EBITDA / Financial income/costs)	9.6	> 5
Total shareholder return three year period	No. 5 within the peer group companies.	Above median of all NYSE Euronext listed companies.”

Toekomstige kasstromen

Over de gehele populatie gezien presenteert 23% (17 ondernemingen) informatie over toekomstige kasstromen. De meeste ondernemingen volstaan hierbij met een kwantificering van de toekomstige investeringen (zie Fugro N.V) en/of orderboek (zie Koninklijke Boskalis Westminster N.V).

L. Koninklijke Boskalis Westminster N.V. (Annual report 2011, pagina 56):

“The financial position of Boskalis is very solid. The capital expenditure for the period 2012-13 is estimated to amount to around EUR 600-700 million. The expectation is that this can be funded from our cash flow.”

M. Fugro N.V. (Annual report 2011, pagina 34):

“At the beginning of 2012 the backlog of work to be carried out during the year amounted to EUR 1,692.6 million (beginning of 2011: EUR 1,553.2 million). The proportion of definite orders is 55% (beginning 2011: 58%). The backlog calculation is based on year-end exchange rates in EUR and is 9.0% higher than at the beginning of 2011. Of the increase in backlog, 1.6% is related to foreign currency effects. The backlog has increased as a result of somewhat improving market circumstances and through acquisitions. Delays of new projects, last minute awards and lower prices still have an effect on the volume of the backlog. This is, amongst others, caused by improved availability of service capacity since the start of the economic downturn.”

Een best practice op dit gebied is naar onze mening te vinden in het jaarverslag van Royal Dutch Shell plc (“Shell”). Deze onderneming verstrekt zowel informatie over de te verwachten (kas)inkomsten als de (kas)uitgaven voor de periode 2012-2015.

N. Royal Dutch Shell plc (Annual report 2011, pagina 18):

“We are planning a net capital investment of some \$30 billion in 2012 - an increase from 2011 levels - as Shell invests for long-term growth. This amount relates largely to investments in some 17 new projects for which final investment decisions were taken in 2010-2011. They are part of a portfolio of more than 60 new growth projects that are under construction or being assessed for future investment. Going forward, annual spending will be driven by the timing of investment decisions and the near-term macroeconomic outlook.

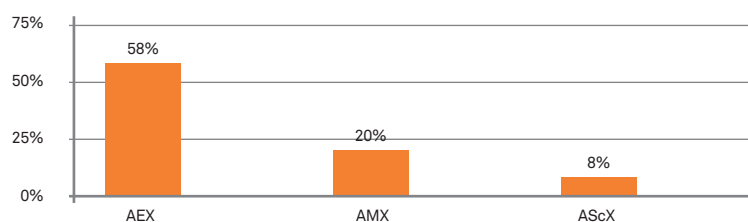
In early 2012, Shell defined a set of ambitious financial and operating targets for profitable growth. These targets are driven by Shell's performance in maturing new projects for final investment decision and by project start-ups.

Cash flow from operations, excluding working capital movements, was \$136 billion for 2008-2011. We expect aggregate cash flow from operations, excluding working capital movements, for 2012-2015 to be 30-50% higher, assuming that the Brent oil price is in the range of \$80-100 per barrel and that conditions improve for North American natural gas prices and downstream margins relative to 2011.”

Toekomstige financieringsbehoefte en financiering

Gemiddeld gezien verstrekt 28% (21 ondernemingen) van de ondernemingen informatie over de toekomstige financieringsbehoefte én (toekomstige) financiering van de vennootschap. Zoals uit figuur XXIII blijkt presenteren AEX fondsen (58%) veel vaker de toekomstige financieringsbehoefte en financiering dan AMX- (20%) en AScX fondsen (8%).

Figuur XXIII: Toekomstige financieringsbehoefte en financiering



In de meeste gevallen is de toekomstige financieringsbehoefte gekwantificeerd, maar in sommige gevallen wordt ook volstaan met een kwalitatief statement in de trant van: 'de aanwezige kredietfaciliteiten zijn voldoende voor de behoeften voor het aankomende boekjaar'. Een voorbeeld ter verduidelijking hiervan is te vinden in het jaarverslag van ASM International N.V. Een best practice op dit gebied hebben wij niet gevonden.

O. ASM International N.V. (Annual report 2011, pagina 98):

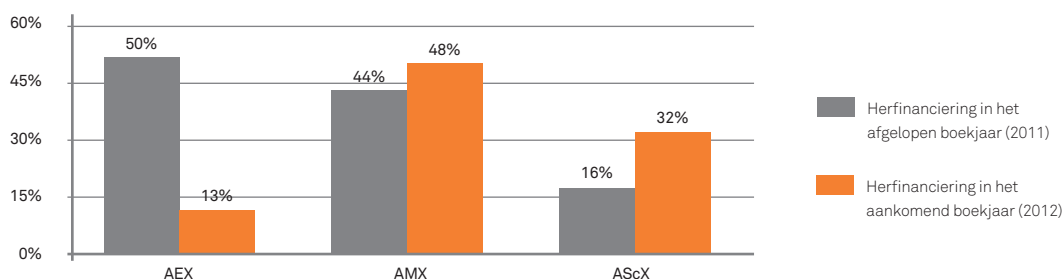
“We have developed forecasts and projections of cash flows and liquidity needs for the upcoming year taking into account the current market conditions, reasonably possible changes in trading performance based on such conditions, and our ability to modify our cost structure as a result of changing economic conditions and sales levels. We have also considered in the forecasts the total cash balances amounting to €390.3 million as of December 31, 2011, available borrowings, the ability to renew debt arrangements and to access additional indebtedness and whether or not we will maintain compliance with our financial covenants. Based on this, we believe that our cash on hand at the end of 2011 is adequate to fund our operations, our investments in capital expenditures and to fulfil our existing contractual obligations for the next twelve months.”

Herfinanciering

Daar de term herfinanciering mogelijk voor meerdere interpretaties vatbaar is, eerst een korte uiteenzetting van wat wij verstaan onder herfinanciering. Herfinanciering is het openbreken cq verlengen van een reeds bestaande kredietfaciliteit.⁴⁵ Het aantrekken van nieuwe financiering is derhalve niet geassocieerd als zijnde herfinanciering en is apart behandeld in paragraaf 5.3.9. Over de gehele populatie gezien is er bij 36% (27 ondernemingen) van de ondernemingen sprake van herfinanciering in het afgelopen boekjaar (linkerkolom). Herfinanciering in het meest recente boekjaar (2011) komt relatief vaker voor bij AEX- (50%) en AMX fondsen (44%) dan bij AScX fondsen (16%).

Uit figuur XXIV blijkt verder dat herfinanciering in het aankomende boekjaar een héél andere verdeling kent (zie rechterkolom). Gemiddeld gezien is er bij 31% (23 ondernemingen) van de ondernemingen sprake van herfinanciering in het aankomende boekjaar. Opmerkelijk genoeg komt dit veel vaker voor bij AMX- (48%) en AScX fondsen (32%) dan bij AEX fondsen (13%). Een mogelijke verklaring hiervoor zou kunnen liggen in het gebruik van relatief ‘korter’ durende financiering door AMX en AScX fondsen.

Figuur XXIV: Herfinanciering



Samenvattend zijn wij over het onderdeel prospectieve informatievoorziening niet positief. De verschaft informatie die is aangetroffen in de ‘outlook paragraaf’ is over het algemeen kwalitatief van aard, (te) weinig concreet en biedt derhalve vanuit een gebruikersperspectief weinig houvast. Wij pleiten voor uitgebreidere prospectieve informatievoorziening in het jaarverslag met bij voorkeur een gekwantificeerde winstdoelstelling, toekomstige kasstromen (zoals bij Royal Dutch Shell plc) en (toekomstige) financieringsbehoefte alsmede financiering.

⁴⁵ Het verlagen cq verhogen van een reeds bestaande kredietfaciliteit is als ‘herfinanciering’ geassocieerd. Het laten aflopen van een bestaande kredietfaciliteit en daarna afsluiten van een vervangende (nieuwe) kredietfaciliteit is als ‘nieuwe financiering’ geassocieerd.

06 | Samenvatting, conclusies en aanbevelingen

6.1 Samenvatting

6.1.1 Introductie en motivatie

In tijden van economische teruggang zijn ondernemingen in algemene zin gevoeliger voor tegenslagen. Het gevolg is dat de kans op discontinuïteit groter wordt. In het huidige economische klimaat is het daarom gerechtvaardigd om speciale aandacht te vragen voor het vraagstuk van continuïteit van een onderneming. Toch blijkt in de praktijk dat aandacht voor potentiële problemen die van invloed zijn op de continuïteit van de onderneming vaak pas laat en soms te laat aan de orde komen. De continuïteit van een onderneming is doorgaans zo vanzelfsprekend dat zowel opstellers, gebruikers en controleurs van de jaarrekening slechts zelden op het idee komen om deze veronderstelling expliciet en periodiek (jaarlijks) te toetsen en hierover expliciet te rapporteren. De vraag die wij in dit onderzoeksrapport centraal stellen is wat er (wel) aan informatie wordt verstrekt over de continuïteit van de onderneming. Dit rapport heeft tot doel inzicht te verschaffen in de informatie die ondernemingen verstrekken over hun continuïteit en gaat op zoek naar informatie die bij de beoordeling hiervan relevant is. Door middel van een uitgebreide beschrijving en analyse van de informatie die wordt verstrekt in het jaarverslag wordt tevens getracht een bijdrage te leveren aan het verbeteren van de verslaggeving op het gebied van 'continuïteitsrapportering'. Daartoe worden aanbevelingen gedaan en 'best practices' geïdentificeerd.

6.1.2 Dataselectie

De groep van ondernemingen die in dit onderzoek betrokken is bestaat uit de top 75 AEX, AMX en AScX ondernemingen zoals deze op 1 juli 2012 (peildatum) in deze indices zijn opgenomen. De definitieve onderzoekspopulatie bestaat uit 74 ondernemingen, onderverdeeld naar 24 AEX fondsen, 25 AMX fondsen en 25 AScX fondsen.

6.1.3 Resultaten empirisch onderzoek

In hoofdstuk 5 zijn de belangrijkste resultaten van het empirisch onderzoek gepresenteerd. Hieronder volgt een samenvatting van de belangrijkste resultaten per paragraaf:

Informatie over de continuïteit van de onderneming (5.2)

Alle 74 in het onderzoek betrokken ondernemingen hanteren een 'going concern' veronderstelling. Bijna tweederde van de ondernemingen (59%) doet geen mededelingen over de continuïteit. Bij 22% van de ondernemingen beperkt de informatie over continuïteit zich tot liquiditeitsmanagement (kapitaal(risico)management); 15% maakt melding van de going concern veronderstelling in relatie tot de activiteiten van de onderneming in het jaarverslag (directieverslag), dan wel een vermel-

ding in de waarderingsgrondslagen behorende bij de jaarrekening. Uiteindelijk zijn er 3 ondernemingen opgetekend die uitgebreid aandacht besteden aan de continuïteit in hun directieverslag. In een tweetal gevallen is dit omdat er concrete problemen zijn die de continuïteit in gevaar kunnen brengen, in het derde geval vormt de toelichting onderdeel van een zogenaamde continuïteitsanalyse. Dit laatste is een positieve uitzondering op de regel dat alleen in tijden van nood uitgebreider wordt gerapporteerd over continuïteit.

Aandachtspunten met betrekking tot de continuïteit van de onderneming (5.3)

Daar de resultaten van de mogelijke aandachtspunten van discontinuïteit voornamelijk bedrijfsspecifiek zijn volstaan wij hier met een opsomming van de belangrijkste gemiddelden en (eventuele) opvallendheden met betrekking tot de informatievoorziening.

- Slechts 1% van de ondernemingen heeft een negatief eigen vermogen. Dit wordt door de bewuste onderneming afdoende verklaard in het directieverslag.
- 14% van de ondernemingen heeft een gering eigen vermogen. Waarbij het merendeel van de ondernemingen geen extra aandacht besteedt aan de vermogenspositie van de onderneming in het directieverslag;
- 9% van de ondernemingen heeft een negatieve operationele kasstroom in het afgelopen boekjaar. Negatieve operationele kasstromen komen relatief gezien het vaakst voor bij AScX fondsen. Hierbij is het opvallend dat meer dan de helft van de ondernemingen met een negatieve operationele kasstroom, deze niet, of niet voldoende verklaart in het jaarverslag;
- 32% van de ondernemingen heeft te kampen met aanzienlijke negatieve resultaten bij bedrijfsonderdelen. Negatieve resultaten van bedrijfsonderdelen worden over het algemeen goed toegelicht in het directieverslag;
- Bij 5% van de ondernemingen is er sprake van het doorbreken van financieringsconvenanten in het afgelopen boekjaar. Opvallend hierbij is dat het hier louter AScX fondsen betreft. De informatieverstrekking met betrekking tot schuldconvenanten is over het algemeen goed te noemen;
- Alle ondernemingen hebben te maken met debiteuren met een betalingsachterstand. De gemiddelde achterstand bedraagt ongeveer 29% van de uitstaande vorderingen;
- Van de onderzochte ondernemingen heeft 8% te maken met significante problemen ten aanzien van de bedrijfsvoering. Deze worden meestal goed toegelicht in het directieverslag;
- Bij 15% van de ondernemingen is er sprake van een aanpassing van de financieringsconvenanten in het meest recente boekjaar;
- Het percentage ondernemingen dat een nieuwe financiering heeft afgesloten in het afgelopen boekjaar betrof 41%. Nieuwe financiering komt relatief gezien het vaakst voor bij AEX fondsen;
- Bij 27% van de ondernemingen is er sprake van significante herstructureringen en/of reorganisaties in het afgelopen boekjaar. Deze worden over het algemeen goed toegelicht in het directieverslag.

Naleving aanbevelingen NBA Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie (5.5)

De aanbevelingen uit het rapport hebben betrekking op de juridische- en governance structuur, de financiële structuur met in het bijzonder solvabiliteit en liquiditeit, schuldconvenanten, betekenisvolle acquisities en desinvesteringen, scenario analyses alsmede prospectieve informatievoorziening.

- Juridische- en governance structuur:
Alle ondernemingen geven een beschrijving van de in het afgelopen boekjaar gehanteerde juridische- en governance structuur. 45% van de ondernemingen presenteert een organigram in het jaarverslag en 86% van de ondernemingen een lijst met alle vennootschappen (en eigendomspercentages).
- Liquiditeit, solvabiliteit en het gebruik van financiële ratio's in het jaarverslag
Van de onderzochte ondernemingen verstrekt 73% een nadere toelichting op de solvabiliteit van de vennootschap en 69% presenteert een solvabiliteitsratio in het jaarverslag. Een nadere toelichting op de liquiditeit van de vennootschap wordt verstrekt door 91% van de ondernemingen; nog geen kwart van de ondernemingen (22%) presenteert een liquiditeitsratio in het jaarverslag. Nagenoeg alle ondernemingen (99%) presenteren informatie met betrekking tot het liquiditeitsrisico van de vennootschap; 46% van de ondernemingen rapporteert een rentabiliteitsratio en 68% een zogenaamde 'convenant' ratio in het jaarverslag.

- **Schuldconvenanten:**
De informatievoorziening met betrekking tot schuldconvenanten is over het algemeen goed te noemen: 93% van de ondernemingen verstrekt informatie met betrekking tot schuldconvenanten in het jaarverslag. Van de ondernemingen met van toepassing zijnde schuldconvenanten rapporteert 90% de afgesproken ratio's alsmede de uitkomsten van deze ratio's in het jaarverslag. Verder neemt 92% een aflossingschema op in het jaarverslag en 23% heeft een credit rating toegewezen gekregen door een externe kredietbeoordelaar.
- **Acquisities en desinvesteringen:**
Alle ondernemingen presenteren informatie over (betekenismolle) acquisities en desinvesteringen in het jaarverslag. Het dient hierbij echter wel gezegd te worden dat de relatie tussen de desbetreffende acquisitie en/of desinvestering en (invloed op) de continuïteit van de onderneming veelal niet gelegd wordt.
- **Scenario en SWOT analyse:**
Geen van de ondernemingen presenteert een door ons bedoelde scenario analyse in het jaarverslag. Informatie die alle ondernemingen in dit kader wel verstrekken zijn (verplichte) sensitiviteitsanalyses op het gebied van goodwill, pensioenen, rente en valuta. In totaal heeft 22% van de ondernemingen een SWOT analyse opgenomen in het jaarverslag.
- **Prospectieve informatievoorziening:**
Zoals eerder reeds vermeld zijn wij niet bijzonder onder de indruk van de gemiddelde 'outlook' paragraaf. De hier gepresenteerde informatie is over het algemeen kwalitatief van aard, weinig concreet en biedt vanuit een gebruikersperspectief weinig houvast. Ongeveer een kwart van de ondernemingen presenteert informatie over de toekomstige winstgevendheid van de vennootschap. Minder dan een kwart (23%) verstrekt informatie over toekomstige kasstromen en slechts 28% van de ondernemingen presenteert informatie over de toekomstige financieringsbehoefte én financiering van de vennootschap. Bij 36% van de ondernemingen heeft herfinanciering plaatsgevonden in het afgelopen boekjaar en bij 31% van de ondernemingen staat herfinanciering gepland voor aankomend boekjaar.

6.2 Conclusies

Op basis van het voorgaande komen wij tot de navolgende conclusies:

- De verslaglegging met betrekking tot het onderwerp continuïteit (uitspraken over de continuïteitsveronderstelling en continuïteit) bij de grootste 74 beursfondsen is gemiddeld genomen beperkt. Van de onderzochte ondernemingen ontbreekt bij bijna tweederde een verklaring ten aanzien van de continuïteitsveronderstelling. De transparantie op dit punt laat derhalve te wensen over. Ondernemingen zijn eerder terughoudend in het verstrekken van meer informatie omtrent de risico's die het voortbestaan van ondernemingen in gevaar kunnen brengen. Dat is mogelijkterwijs terug te voeren op de angst voor negatieve publiciteit en het sneeuwbal-effect dat het melden daarvan kan hebben. De vraag is of deze angst gegrond is.
- Als er al expliciete informatie worden verstrekt over de continuïteit van de onderneming, is deze informatie niet systematisch, niet goed herkenbaar en verspreid over het jaarverslag te vinden. De gebruiker van het jaarverslag wordt het daardoor niet bepaald gemakkelijk gemaakt om de informatie te vinden, laat staan deze goed te kunnen beoordelen.
- Op basis van ons onderzoek naar de mogelijke aandachtspunten van discontinuïteit zou mogen worden verwacht dat het management van minstens drie ondernemingen (met een discontinuïteitsscore van 70%) informatie verstrekt over de continuïteit van de onderneming. Bij deze ondernemingen bestaat gereede twijfel over het voortbestaan. Uit onze analyse blijkt dit echter niet het geval te zijn: in slechts twee van de drie gevallen zien we dat expliciete uitspraken over mogelijke discontinuïteit van de vennootschap zijn gedaan door het management in het directieverslag.
- Bij alle drie de ondernemingen met de hoogste discontinuïteitsscore heeft de accountant de aandacht gevestigd op de onzekerheden met betrekking tot de continuïteit door in zijn controleverklaring een toelichtende paragraaf op te nemen. Bij de drie ondernemingen waar door accountants melding wordt gemaakt van twijfel over de continuïteit, hangt dit samen met onzekerheid over de toekomstige, meer specifiek het voortzetten van, de financiering. Het niet voortzetten daarvan leidt onherroepelijk tot liquiditeitsproblemen en brengt dientengevolge de continuïteit van de vennootschap in gevaar.
- Het geconstateerde gebrek aan transparantie inzake continuïteit maakt het voor externe stakeholders moeilijk om een juiste inschatting te maken van de risico's die zich voor kunnen doen en dientengevolge over het voortbestaan van de vennootschap. Tegelijkertijd kan het naar buiten brengen van informatie over mogelijke continuïteitsproblemen er

toe bijdragen dat de beeldvorming negatief wordt beïnvloed. Het is vanuit dit standpunt ogenschijnlijk begrijpelijk dat de onderneming er voor kiest dergelijke informatie zo lang mogelijk uit te stellen. Toch blijkt dit geen goede strategie, daar ondernemingen doorgaans zwaarder worden gestraft (door de kapitaalmarkt) als negatieve informatie langer wordt achtergehouden. Het leidt er hoe dan ook toe dat het voor buitenstaanders moeilijker wordt om een adequate inschatting te maken van eventuele continuïteitsproblemen. Deze processen versterken elkaar in negatieve zin.

6.3 Aanbevelingen

- Het voorgaande in ogenschouw genomen zouden wij willen pleiten voor uitgebreidere verslaggeving waarin de onderneming in alle gevallen expliciet aangeeft dat naar haar inschatting de continuïteit van de vennootschap het komende jaar (wel of niet) is gewaarborgd. Het opnemen van een dergelijke verklaring in een aparte paragraaf van het directieverslag, onderbouwd met informatie over de continuïteit van de vennootschap, waaronder informatie over operationele kasstromen, vermogenspositie, eventuele verliezen bij bedrijfsonderdelen, (her)financiering, schuldconvenanten en significante problemen met betrekking tot de bedrijfsvoering en/of herstructureren is sterk aan te bevelen. Voorts zijn wij voorstander van een directe koppeling met een SWOT analyse die inzicht geeft in die factoren die de grootste bedreiging vormen voor de continuïteit.
- We constateren op basis van onze bevindingen dat de vigerende regelgeving op dit gebied niet afdoende is om de gewenste informatie hieromtrent af te dwingen. De vraag of meer regelgeving zal leiden tot meer transparantie is niet zonder meer te beantwoorden. Wel neemt de roep om meer transparantie toe, zeker nu het economisch klimaat voor langere tijd ongunstig is en waarschijnlijk ook zo zal blijven de komende jaren. Zijn ondernemingen bereid vrijwillig meer openheid te verschaffen omtrent hun continuïteit? Er lijkt zoals gezegd een spanningsveld aanwezig te zijn tussen openheid enerzijds en mogelijke negatieve consequenties daarvan anderzijds.
- Wij pleiten er voor om de stakeholders van de onderneming (aandeelhouders, analisten, vreemd vermogen verschaffers, leveranciers, afnemers en klanten) op te roepen meer dan tot nu toe aandacht te schenken aan continuïteit en explicieter aan de onderneming te vragen (in het jaarverslag) een verklaring af te leggen over de continuïteit van de onderneming, met daarbij een kwantitatieve onderbouwing van de hierboven genoemde informatie (of het nu goed of slecht gaat).
- Ten slotte zouden ook accountants meer kunnen bijdragen aan de transparantie inzake continuïteit. Indien een situatie ontstaat waarin sprake is van ernstige onzekerheid over de continuïteit moet in de eerste plaats het management van de onderneming inzicht bieden in de jaarrekening door een toelichting te geven op de situatie waarin de onderneming op dat moment verkeert. Vervolgens dient de accountant een verplichte toelichtende paragraaf aan de controleverklaring toe te voegen. Als een adequate toelichting van het management ontbreekt, dient de accountant een verklaring met beperking of zelfs een afkeurende verklaring te geven. Wij zijn van mening dat ons onderzoek voldoende aanleiding geeft om de recente voorstellen van het IAASB om de controleverklaring uit te breiden (zoals toegelicht in paragraaf 3.5) van harte te omarmen.

Bibliografie

Literatuur:

Altman, E.I. (1971). "Corporate bankruptcy in America", D.C. Heath, Lexington.

Argenti, J. (1976). "Company planning and corporate collapse", Long Range Planning, vol. 9, nr. 6, blz. 12-17.

Argenti, J. (1976). "Corporate collapse: the causes and symptoms", McGraw-Hill, London.

Dauwe, J., De Decker, L., Tilleman, B. e.a. (1998). "Commentaar bij de nieuwe wet op het faillissement van 8 augustus 1997", Ced.Samsom, Diegem.

Jensen, M.C en Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, vol. 3, blz. 305-360.

Laitinen, E.K. (1991). "Financial Ratios and Different Failure Processes", Journal of business finance and accounting, vol. 18, nr. 5, blz. 649-673.

Litjens, R. (2010). "Meer verklaringen met toelichtende paragraaf continuïteit", De Accountant (Maart), blz. 24-27.

Ohlson, J.A. (1990). "Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy", Journal of Accounting Research, vol. 18, nr. 1, blz. 109-131.

Ooghe, H. en Van Wymeersch, C. (2001). "Financiële analyse van de onderneming", Kluwer/Ced.Samsom, Diegem, 2 boekdelen.

Ooghe, H. en Weyaert, N. (2003), "Oorzaken van falen en falingspaden: literatuuroverzicht en conceptueel verklaringsmodel", Working Paper Steunpunt OOI: Maart 2003.

Wet en regelgeving:

Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) 170. 'Discontinuïteit en ernstige onzekerheid over continuïteit'. (2011).

Rapportages en persberichten:

Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA): "Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie: meer zekerheid bij informatieve rapportages" (2011).

De Nederlandsche Bank (DNB): "Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten", Juni 2012, nr. 3.

NRC Handelsblad: "Winst Nederlandse bedrijfsleven smelt weg door eurocrisis" (2012).

Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS): "Ruim 9,5 duizend faillissementen in 2011". Persbericht 26 Januari 2012.

Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS): conjunctuurbericht 12 november 2012.

Financieel Dagblad (FD): "Accountantsverklaring in de toekomst zwaarder opgetuigd", J. Piersma. (September 2012).

International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). "ITC: improving the auditor's report", IFAC (2012).

Koninklijk NIVRA "Onderzoek naar de risicoparagraaf in jaarverslagen 2009 van Nederlandse beursfondsen" (Oktober 2010)

The Sharman Inquiry: "Going Concern and Liquidity Risks: Lessons for Companies and Auditors", (June 2012).

Prof. Dr. G.M.H. Mertens en drs. I.H.C. Blij CFA. "Inzicht in onzekerheid: onderzoek naar risicoparagrafen in de jaarverslagen 2007 van beursfondsen". Onderzoek in opdracht van Eumedion en het Koninklijk Nederlands Instituut van Registeraccountants (NIVRA) uitgevoerd door Shareholder Support (2008).

Prof. Dr. G.M.H. Mertens, S.R. Meliefste Msc and drs. I.H.C. Blij CFA. "Transparency of Management Commentary: An empirical study of annual reports concerning economic analysis and strategy related information". Research instigated by the Dutch Association of Auditors (NBA) conducted by Shareholder Support (2011).

Geraadpleegde internetbronnen:

www.beurs.nl

www.cbs.nl

www.cpb.nl

www.euronext.nl

www.fd.nl

www.nba.nl

www.nrc.nl

www.rtlz.nl

Lijst met tabellen en figuren

Tabellen:

Pagina:

I	Het gebruik van financiële ratio's in het jaarverslag	30
II	Informatie met betrekking tot schuldconvenanten	31

Figuren:

I	BBP-groei Nederland	6
II	Omzet- en nettowinstontwikkeling van in Nederland genoteerde beursfondsen (in miljarden Euros)	7
III	In Nederland genoteerde beursfondsen met een stijging van de omzet/nettowinst (uitgedrukt in % van het totaal aantal ondernemingen)	8
IV	Ontwikkeling aantal faillissementen van Nederlandse ondernemingen	8
V	(Gering) eigen vermogen	21
VI	Negatieve operationele kasstromen	21
VII	Negatieve bedrijfsresultaten bij bedrijfsonderdelen	22
VIII	Debiteuren met betalingsachterstand	23
IX	Significante problemen met betrekking tot de bedrijfsvoering	24
X	Aanpassing van financieringsconvenanten	25
XI	Nieuw afgesloten financieringen	25
XII	Significante herstructureringen en/of reorganisaties	26
XIII	Aantal ondernemingen per discontinuïteitsscore	26
XIV	Organigram in jaarverslag	28
XV	Lijst met alle vennootschappen en eigendomspercentages in jaarverslag	28
XVI	Solvabiliteit	29
XVII	Liquiditeit	29
XVIII	Liquiditeitsrisico	30
XIX	Relevante ratio's én de uitkomsten hiervan in het afgelopen boekjaar	31
XX	Aflossingsschema in het jaarverslag	32
XXI	Credit rating	33
XXII	SWOT analyse	34
XXIII	Toekomstige financieringsbehoefte en financiering	36
XXIV	Herfinanciering	37

Lijst met voorbeelden en best practices

Nr:	Onderneming:	Voorbeeld/best practice:	Pagina:
A.	Grontmij N.V.	Informatie met betrekking tot de continuïteit van de vennootschap	18-19
B.	Unilever N.V.	Continuïteitsveronderstelling	19
C.	Amsterdam Commodities N.V.	Continuïteitsveronderstelling	20
D.	Kardan N.V.	Doorbreken van financieringsconvenanten	22
E.	Heineken N.V.	Debiteuren met betalingsachterstand	23
F.	Koninklijke KPN Nederland N.V.	Significante problemen met betrekking tot de bedrijfsvoering	24
G.	RoodMicrotec N.V.	Significante problemen met betrekking tot de bedrijfsvoering	24
H.	Qurius N.V.	Controleverklaring met toelichtende paragraaf	27
I.	Aalberts Industries N.V.	Relevante ratio's én uitkomsten van financieringsconvenanten in het afgelopen boekjaar	32
J.	Delta Lloyd N.V.	Scenario analyse	33-34
K.	Nutreco N.V.	Huidige en toekomstige winstgevendheid	35
L.	Koninklijke Boskalis Westminster N.V.	Toekomstige kasstromen	35
M.	Fugro N.V.	Toekomstige kasstromen	36
N.	Royal Dutch Shell plc	Toekomstige kasstromen	36
O.	ASM International N.V.	Toekomstige financieringsbehoefte en financiering	37

Bijlage 01 |

Onderzoekspopulatie

AEX

AEGON N.V.
Koninklijke Ahold N.V.
Air France-KLM S.A.
Akzo Nobel N.V.
Aperam S.A.
ArcelorMittal S.A.
ASML Holding N.V.
Koninklijke Boskalis Westminster N.V.
Corio N.V.
Koninklijke DSM N.V.
Fugro N.V.
Heineken N.V.
ING Groep N.V.
Koninklijke KPN Nederland N.V.
Koninklijke Philips Electronics N.V.
PostNL N.V.
Randstad Holding N.V.
Reed Elsevier N.V.
Royal Dutch Shell plc
SBM Offshore N.V.
TNT N.V.
Unibail-Rodamco S.A.
Unilever N.V.
Wolters Kluwer N.V.

AMX

Aalberts Industries N.V.
AMG Advanced Metallurgical Group N.V.
Arcadis N.V.
Advanced Semiconductor
Materials International N.V.
Koninklijke BAM Groep N.V.
BinckBank N.V.
Brunel International N.V.
CSM N.V.
Delta Lloyd N.V.
Eurocommercial Properties N.V.
Heijmans N.V.
Mediq N.V.
Nieuwe Steen Investments N.V.
Nutreco Holding N.V.
Koninklijke Imtech N.V.
SNS REAAL N.V.
Koninklijke Ten Cate N.V.
TomTom N.V.
Unit 4 Agresso N.V.
USG People N.V.
VastNed Retail N.V.
Koninklijke Vopak N.V.
Wereldhave N.V.
Koninklijke Wessanen N.V.
Ziggo N.V.

AScX

Accell Group N.V.
Amsterdam Commodities N.V.
Arseus N.V.
Ballast Nedam N.V.
BE Semiconductor Industries N.V.
Beter bed Holding N.V.
Cryo Save Group N.V.
DOCDATA N.V.
Dockwise Ltd.
Exact Holding N.V.
Grontmij N.V.
ICT Automatisering N.V.
Kardan N.V.
Kas Bank N.V.
Kendrion N.V.
LBi International N.V.
MacIntosh Retail Group N.V.
N.V. Nederlandsche Apparaten-
fabriek "Nedap"
Ordina N.V.
Pharming Group N.V.
Qurius N.V.
RoodMicrotec N.V.
Sligro Food Group N.V.
TKH Group N.V.
Xeikon N.V.

Bijlage 02 |

Vragenlijst

Continuïteitsonderzoek

Stap I Meldingen mbt continuïteit

- 1 Gaan het jaarverslag en de jaarrekening uit van een 'going concern' basis?
- 2 Wordt er iets gezegd over de continuïteit van de onderneming door het management van de onderneming?
- 3 Is er sprake van een afwijkende accountantsverklaring? Maakt de accountant melding van bijzonderheden?

Stap II Mogelijke aandachtspunten van discontinuïteit of ernstige onzekerheid over continuïteit

- 4 Is er sprake van een negatief eigen vermogen?
- 5 Is er sprake van gering eigen vermogen (gedefinieerd als eigen vermogen/totaal vermogen < 15%)?
- 6 Is er sprake van een aanpassing van bankconvenanten in afgelopen boekjaar?
- 7 Details van onvolkomenheden mbt schuldconvenant ("breaches")?
- 8 Is er sprake van nieuw afgesloten financieringen?
- 9 Aanwijzingen dat debiteuren niet aan hun verplichtingen zullen voldoen?
- 10a Is er sprake van negatieve operationale kasstromen (cash flow) blijkend uit kasstroomoverzicht?
- 10b Zo ja, wordt hiervoor een passende verklaring gegeven?
- 11a Is er sprake van negatieve bedrijfsresultaten bij bepaalde bedrijfsonderdelen?
- 11b Zo ja, wordt hiervoor een passende verklaring gegeven?
- 12 Worden er significante problemen mbt de bedrijfsvoering (verlies van een belangrijke afzetmarkt, concessie, licentie of essentiële leverancier, personeelsproblemen of een tekort aan belangrijke grondstoffen) genoemd in het jaarverslag?
- 13 Is er sprake van significante herstructureringen en/of reorganisaties?

Stap III Aanbevelingen NBA Adviesrapport Verbreding poortwachtersfunctie

- Juridische structuur**
- 14 Rechtsvorm
 - 15 Is er een organigram weergegeven in het jaarverslag?
 - 16 Lijst met alle vennootschappen en eigendomspercentages in jaarverslag?
 - 17 Beschrijving van de juridische structuur?
 - 18 Schema van de juridische structuur?
 - 19 Is er sprake van wijzigingen in de juridische structuur gedurende het afgelopen boekjaar?

Solvabiliteit en liquiditeit

- 20a Worden er (solvabiliteits)ratio's gepresenteerd in het jaarverslag?
- 20b Wordt de solvabiliteit vd onderneming nader verklaard/toegelicht?
- 20c Wordt er een streefwaarde genoemd?
- 21a Worden er (liquiditeits)ratio's gepresenteerd in het jaarverslag?
- 21b Wordt de liquiditeit vd onderneming nader verklaard/toegelicht?
- 21c Wordt er een streefwaarde genoemd?
- 22 Informatie mbt liquiditeitsrisico

Schuldconvenanten

- 23 Relevante afgesproken ratio's én de uitkomsten in het boekjaar in jaarverslag?
- 24 Aflossingsschema in jaarverslag?
- 25 Vermelding van credit rating in jaarverslag?
- 26 Is er sprake van herfinanciering in afgelopen boekjaar?

Acquisities en desinvesteringen

- 27 Informatie mbt (significante) acquisities?
- 28 Informatie mbt (significante) desinvesteringen?

Scenario analyses

- 29 Scenario analyse in jaarverslag?
- 30 SWOT analyse in jaarverslag?

Prospectieve informatievoorziening

- 31 Huidige en toekomstige winstgevendheid?
- 32 Toekomstige cash flows?
- 33 Toekomstige financieringsbehoefte en financiering?
- 34 Is er sprake van herfinanciering in komende boekjaar of heeft de onderneming tussen einde boekjaar en moment publicatie jaarrekening al geherfinancierd?
- 35 Bankconvenanten
- 36 Continuïteitsscore per onderneming

Nederlandse
Beroepsorganisatie
van Accountants



NBA

Antonio Vivaldistraat 2 - 8
1083 HP Amsterdam
Postbus 7984
1008 AD Amsterdam

T 020 301 03 01
F 020 301 03 02
E nba@nba.nl
I www.nba.nl