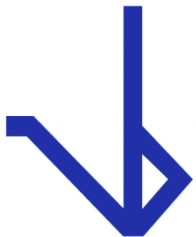


Het gebruik van en de waardering voor het jaarverslag door beleggingsprofessionals

een korte up date van opinies van de Nederlandse beleggingsanalist

Prof.dr. Robert van der Meer

2 juni 2010



VBA - Beroepsvereniging voor Beleggingsprofessionals

Who is this?



VBA - Beroepsvereniging voor Beleggingsprofessionals

Ben Graham



Founder of Value Investing

Disclosures

- 1 Monthly statements
- 2 Quarterly statements
- 3 Semiannual Reports
- 4 Annual Reports

Source: Security Analysis, 1934



Ben Graham

on annual reports and accountants

- Generally more detailed. It frequently contains remarks – not always illuminating – by the president or the chairman of the board, relating to the past years results and the future outlook (page 41).
-reasonably dependable within the rather limited sphere of accounting accuracy. But from the standpoint of common stock analysis audited statements may require critical interpretation and adjustment, especially with respect to three important elements: non-recurrent P&L items, subsidiaries and reserves (page 353).



Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior

Firms with more informative disclosure policies

- Larger analyst following
- More accurate analyst forecasts
- Less dispersion in forecasts

Increased investor following

- Reduced estimation risk
- Lower information asymmetry

Which leads to lower firm's cost of capital

Source: Lang & Lundholm, The Accounting Review, 1996, 2000

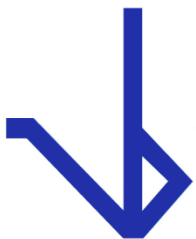


Wat betreft de Nederlandse beleggingsanalist

Recent onderzoek op basis van een opinie enquête

1. Gebruik van en waardering voor het jaarverslag
2. De rol van de externe accountant

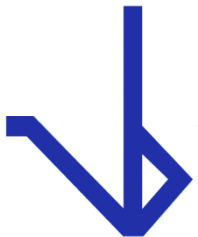
Conclusies



Steekproefsamenstelling

Voor het onderzoek zijn enquêtes verspreid onder de leden van de **VBA**

De response bestond uit 61 respondenten, overeenkomend met **20%** van de leden van de VBA die regelmatig het jaarverslag gebruiken voor hun werk



Samenstelling van de steekproef

In welke hoedanigheid houdt u zich bezig met het jaarverslag?

Portefeuillemanager	59%
Beleggingsanalist buy-side	18%
Beleggingsanalist sell-side	12%
Krediet analist	8%
Overig	3%

In welke sector bent u werkzaam?

Vermogensbeheer	51%
Bank	13%
Verzekeraar	3%
Pensioenfondsen	15%
Overig	18%



Samenstelling van de steekproef

In welke hoedanigheid houdt u zich bezig met het jaarverslag?

Portefeuillemanager	59%
Beleggingsanalist buy-side	18%
Beleggingsanalist sell-side	12%
Krediet analist	8%
Overig	3%

In welke sector bent u werkzaam?

Vermogensbeheer	51%
Bank	13%
Verzekeraar	3%
Pensioenfonds	15%
Overig	18%

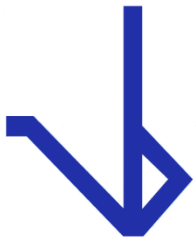
Van alle respondenten was 72% meer dan 10 jaar werkzaam in de beleggingsindustrie;

slechts 13% was minder dan vijf jaar werkzaam in de beleggingsindustrie

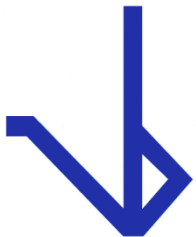


1. Gebruik van en waardering voor het jaarverslag

- Als het jaarverslag verschijnt geeft **48%** te kennen deze direct te gaan lezen; 26% beperkt zich tot het persbericht of de management samenvatting en 21% wacht eerst de reactie van de markt af
- **69%** van de respondenten geeft aan dat het jaarverslag een onmisbaar onderdeel voor de beleggingsanalyse vormt

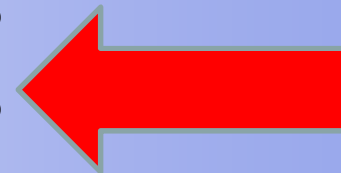


- Voor het bepalen van de aantrekkelijkheid van een aandeel vormen de drie belangrijkste bronnen van informatie volgens de respondenten:
 1. Het jaarverslag (en de jaarrekening)
 2. De bijeenkomsten met de onderneming
 3. Electronische informatie (Bloomberg, Reuters, etc)
- Kranten en analistenrapporten daarentegen worden als minder relevant beschouwd



- De respondenten is eveneens gevraagd naar het relatief belang van niet-financiële informatie ten opzichte van financiële informatie bij het doen van beleggingsanalyses. Volgens de respondenten is niet-financiële informatie...

Veel minder belangrijk	7%
Minder belangrijk	18%
Even belangrijk	62%
Belangrijker	8%
Veel belangrijker	3%
Weet niet	2%



Het verslag van de Raad van Commissarissen

- Het verslag van de RvC wordt **nauwelijks gewaardeerd** door beleggingsprofessionals (met uitzondering van het verslag over strategie en resultaten)
- Opvallend is de **lage waardering** voor het verslag van de Remuneratie Commissie (terwijl bij AVAs een groot deel van de tijd aan discussies over beloningen wordt gewijd)



Het verslag van de Raad van Bestuur

- Het verslag van de RvB wordt **positief gewaardeerd** door beleggingsprofessionals; met name de onderdelen over strategisch beleid, het financieel overzicht en het investeringsbeleid
- Opvallende zaken waren de **matige waardering** voor de **risicoparagraaf** en de lage waardering voor het verslag over **duurzaam ondernemen**

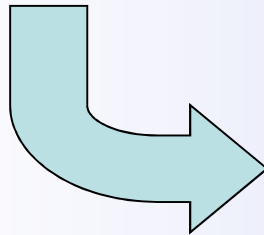


De risicoparagraaf

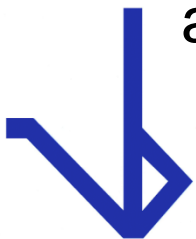
- Respondenten geven aan de informatie over de risico's die een onderneming loopt positief te waarderen. De informatie met betrekking tot risicobeheersings- en controlesystemen alsmede de 'in-control'-verklaring wordt door beleggingsprofessionals **matig gewaardeerd**
- Van alle respondenten geeft 25% aan dat de risicoparagraaf een goed beeld geeft van het risicoprofiel van de onderneming; **57%** vindt dat de risicoparagraaf een redelijk beeld geeft; de overige respondenten beoordelen de risicoparagraaf als onvoldoende



- Beleggingsprofessionals zouden graag een **meer systematisch overzicht** willen zien van de risico's die de onderneming loopt, de kosten die met deze risico's gepaard kunnen gaan en de genomen beheersingsmaatregelen

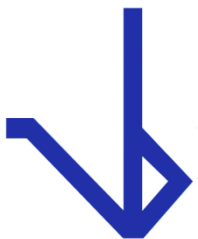


- Sommige respondenten geven aan meer simulatie-analyses en stress-tests te willen zien



De toekomstparagraaf

- Slechts **26%** van de respondenten geeft aan dat de toekomstparagraaf een goede ondersteuning biedt bij het nemen van toekomstgerichte beleggingsbeslissingen
- Dit kan een gevolg zijn van:
 - De beperkte actualiteit van het jaarverslag
 - De beperkte informatieve waarde van de toekomstparagraaf
 - Aansprakelijkheid ?



2. De rol van de externe accountant

Respondenten is gevraagd of het spreekrecht van de externe accountant tijdens de AVA toegevoegde waarde heeft

Het spreekrecht van de accountant tijdens de AVA heeft toegevoegde waarde

Helemaal mee eens	32%	} 80% ?
Noch mee eens, noch mee oneens	48%	
Helemaal mee oneens	17%	
Weet niet	3%	

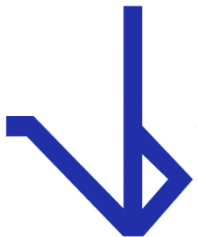


- Over welke onderwerpen zou u de externe accountant willen bevragen tijdens de AVA?
 - De kwaliteit van de risicobeheersingssystemen en de kwaliteit van de interne controle processen
 - Zijn in het jaarverslag de belangrijkste risico's op een adequate wijze in kaart gebracht?
 - Wat zijn de discussiepunten geweest met de Raad van Bestuur? (transparantie met betrekking tot de management letter)

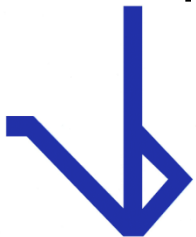


De toegevoegde waarde van de accountantsverklaring

- Slechts **31%** van de respondenten vindt dat de accountantsverklaring toegevoegde waarde heeft
- Tegelijkertijd vindt **61%** van de respondenten dat de accountantsverklaring niet mag ontbreken in het jaarverslag



- Deze ogenschijnlijke paradox is mogelijkterwijs terug te voeren tot een verlies aan vertrouwen in de accountant in de afgelopen tien jaar door zaken als:
 - Accountingschandalen (Enron, Worldcom, Ahold, etc)
 - Lehman (repo 105 transactie)
 - Het feit dat accountants nauwelijks signalerend zijn geweest in de aanloop naar en tijdens de recente financiële crisis (zie in dit verband ook de artikelen van en de interviews met Jules Muis)
- Dit roept tevens de vraag op wat de rol is van de externe accountant (zuiver controlerend of een meer brede maatschappelijke rol)

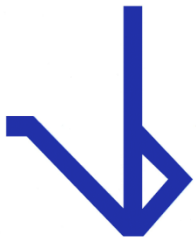


De reikwijdte van de accountantsverklaring

De accountant doet op dezelfde wijze onderzoek naar de jaarrekening als naar het jaarverslag. De accountantsverklaring dekt dus ook de juistheid van het jaarverslag af

Helemaal mee eens	62%
Noch mee eens, noch mee oneens	31%
Helemaal mee oneens	3%
Weet niet	4%

- De meeste beleggingsprofessionals hebben te grote verwachtingen met betrekking tot de reikwijdte van de accountantsverklaring



De management letter

- **62%** van de respondenten vindt dat de rol van de externe accountant aan betekenis zou winnen indien de hoofdpunten van de management letter openbaar zouden worden gemaakt zodat deze tijdens de AVA kunnen worden besproken
- Gezien het feit dat de aandeelhouders de eigenaren zijn van de onderneming is het redelijk dat zij toegang hebben tot deze informatie → kan een positieve bijdrage leveren aan hun beslissingen en de agency risico's verlagen



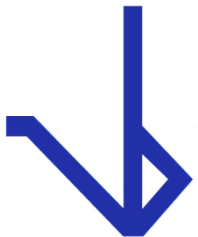
Op welke wijze moet de rol van de externe accountant veranderen teneinde de toegevoegde waarde voor de belegger te verbeteren?

- Meer inzage geven in de inhoud van de management letter (het voorstel van het Nivra om op sector niveau inzage te geven is een stap in de goede richting)
- Highlight van de discussiepunten met de RvB en de verbeteringen die in de primaire processen doorgevoerd zouden moeten worden
- Meer ruimte voor accountant om de kritische aandachtspunten in het controleproces publiekelijk te kunnen becommentariëren (geeft impliciet een waardeoordeel over de kwaliteit van de verslaggeving)



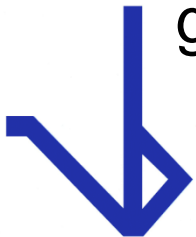
Conclusies (1)

- Jaarverslag als informatiebron blijft onverminderd van belang voor de beleggingsanalist
- Matige waardering voor verslag van de RvC met name voor remuneratie aspecten



Mbt het Jaarverslag (2)

- Het verslag van de RvB wordt positief gewaardeerd mn de onderdelen over strategisch beleid, het financieel overzicht en het investeringsbeleid
- De informatie mbt risicobeheersings- en controlesystemen alsmede de 'in-control'-verklaring wordt matig gewaardeerd
- De waarde van de toekomstparagraaf als een goede ondersteuning bij het nemen van toekomstgerichte beleggingsbeslissingen wordt, op basis wat thans getoond wordt, niet hoog ingeschat



Mbt de accountant (3)

- Er zijn te grote verwachtingen mbt de reikwijdte van de accountantsverklaring
- De rol van de externe accountant wint aan betekenis indien de hoofdpunten van de management letter openbaar zouden worden gemaakt zodat deze tijdens de AVA deze kunnen worden besproken

