

Drs. F. A. M. J. Faas

Prospectieve informatie in het jaarverslag*

Een evaluatie van wettelijke eisen en de effecten op de verslaggevingspraktijk

1 Inleiding

Met de inwerkingtreding van de nieuwe wet op de jaarverslaggeving zijn ondernemingen met ingang van het boekjaar 1984 (1984/1985) verplicht mededelingen te doen omtrent de verwachte gang van zaken.

In dit artikel willen wij verslag doen van een inventariserend en evaluerend onderzoek naar het voorkomen van toekomstgerichte informatie in jaarverslagen van beursgenoteerde ondernemingen over de jaren 1982 en 1984 (respectievelijk 1982/1983 en 1984/1985).

Met dit onderzoek beogen we inzicht te krijgen in de (ontwikkeling van de) verslaggevingspraktijk van beursgenoteerde ondernemingen ten aanzien van toekomstgerichte informatie zoals bedoeld in artikel 391 lid 2 (BW, boek 8, titel 2). Het empirisch gedeelte van het onderzoek is bedoeld om antwoord te geven op de vraag of en in hoeverre ondernemingen in 1982 en 1984 toekomstgerichte informatie verschaffen in hun jaarverslag, gespecificeerd naar de elementen zoals omschreven in het betreffende wetsartikel. Bij het evaluatieve gedeelte van het onderzoek gaat het dan om de beantwoording van de vraag of de verstrekte informatie voor gebruikers van jaarverslagen (hier beperkt tot - potentiële - aandeelhouders) nuttig is.

Teneinde deze doelstellingen te realiseren, werden jaarverslagen van alle Nederlandse ondernemingen die zowel in 1982 als in 1984 stonden genoteerd op de Officiële Markt van de Amsterdamse Effectenbeurs onderzocht met uitzondering van banken en verzekeringsmaatschappijen. Voor hen treedt de wet pas in werking voor het boekjaar 1985 (1985/1986).

Zo doende zijn 236 jaarverslagen van 118 ondernemingen aan een inhoudsanalyse met betrekking tot toekomstgerichte informatie onderworpen. Deze werd geregistreerd en gecategoriseerd naar de in de wet onderscheiden elementen, te weten investeringen, financieringen, personeelsbezetting en omstandigheden die de ontwikkeling van omzet en rentabiliteit beïnvloeden.

* De auteur bedankt Drs. E. de With en Prof. Dr. J. Klaassen voor hun adviezen bij de uitvoering van en de rapportage over het onderzoek.

2 Resultaten van het onderzoek

2.1 Algemeen

Alvorens en detail in te gaan op de inhoud van de afzonderlijke informatie-elementen, geven we een totaal-overzicht van de mate waarin ondernemingen in hun jaarverslagen prospectieve informatie hebben opgenomen.

Tabel 1: Overzicht van het aantal ondernemingen dat toekomstinformatie verstrekt, onderscheiden naar in de wet gespecificeerde onderwerpen

	1982	1984
Investeringen	64 (54%)	89 (75%)
Financieringen	46 (39%)	73 (62%)
Personeelsbezetting	41 (35%)	65 (55%)
Omzetbeïnvloedende factoren	108 (92%)	110 (93%)
Rentabiliteitsbeïnvloedende factoren*	101 (86%)	100 (85%)
Ondernemingen die over minimaal één van de onderwerpen geen toekomstinformatie verstrekken	95 (80%)	60 (51%)

* De in de wet gekozen categorisering 'omzet-rentabiliteit' is niet wederzijds uitsluitend. Immers rentabiliteit is per definitie gelijk aan 'omloopsnelheid' (omzet : vermogen) x 'winstmarge' (winst : omzet). Een onderneming die iets zegt over de ontwikkeling van de omzet zegt daarmee (ceteris paribus) iets over de rentabiliteit. Derhalve zou in deze tabel strikt genomen het aantal rentabiliteitsbeïnvloedende factoren minimaal gelijk moeten zijn aan het aantal omzetbeïnvloedende factoren. Wij hebben echter onder rentabiliteitsbeïnvloedende factoren geen omzetbeïnvloedende factoren opgenomen.

Uit het overzicht in tabel 1 kunnen de volgende conclusies worden getrokken:

A In vergelijking tot 1982 verstrekt een beduidend grotere groep ondernemingen toekomstgerichte informatie in hun jaarverslag. Deze toename beperkt zich overigens tot die informatie-elementen waarbij ondernemingen min of meer een eigen beleid schetsen (te weten investeringen, financieringen en personeelsbezetting). Daarbij is van een redelijke gelijkmatigheid sprake: voor alle componenten een toename met ongeveer 50%.

Voor de andere informatie-elementen (omstandigheden waarvan de ontwikkeling van de omzet en van de rentabiliteit afhankelijk is) kan niet van een wezenlijke toename worden gesproken: het aantal ondernemingen dat gegevens verstrekt blijft onverminderd hoog.

Voor een goede interpretatie van de in tabel 1 gepresenteerde gegevens wijzen wij erop, dat het hier een 'ongewogen' sommatie van ondernemingen betreft. Een oordeel over de vorm, inhoud en diepgang van de prospectieve informatie kan pas worden gevormd op basis van de in de volgende paragrafen aan te brengen detailleringen.

B Ondanks de toename van het aantal ondernemingen dat toekomst-informatie opneemt, verstrekt een beduidend aantal ondernemingen een of enkele in de betreffende wet genoemde informatie-elementen niet. Dit geldt met name voor de categorieën personeelsbezetting en financieringen waarover ongeveer 40% van de ondernemingen geen mededelingen doet. Voor de overige elementen geldt een beduidend lager percentage.

Overigens kan ook nog langs andere weg worden becijferd in hoeverre ondernemingen de gevraagde informatie in hun jaarverslag opnemen, namelijk door integraal vast te stellen bij hoeveel jaarverslagen minimaal een van de elementen ontbreekt. De uitkomst ervan ondersteunt de voorgaande conclusies dat sprake is van een toenemende maar niet volledige verstreking van toekomstinformatie. In 1982 ontbrak minimaal een van de bedoelde informatie-elementen in 80% van de jaarverslagen terwijl dit percentage in 1984 is gezakt tot 51.

Uit deze cijfers mag echter niet worden geconcludeerd dat de jaarverslagen op dit punt niet voldoen aan de eisen die de wet stelt aangezien momenteel nog onduidelijk is hoe de in dezelfde wet gestelde ontsnappingsclausule moet worden geïnterpreteerd.

Indien het beroep op zwaarwichtige belangen voor het niet-verschaffen van bepaalde informatie expliciet in het jaarverslag zou moeten worden opgenomen dan kan vorenstaande conclusie gehandhaafd blijven omdat in geen van de onderzochte jaarverslagen een dergelijk beroep werd aangetroffen. Het is echter ook zeer wel mogelijk dat uit het ontbreken van toekomst-informatie in het jaarverslag geen andere gevolgtrekking kan worden gehaald dan dat de onderneming impliciet een beroep doet op zwaarwichtige belangen. Deze laatste interpretatie lijkt door het merendeel van de ondernemingen te worden aangehangen: een aantal van hen geeft aan dat de jaarstukken zijn opgesteld conform de eisen van de nieuwe wet terwijl toch een of meer toekomstgerichte informatie-elementen ontbreken.

Ook door ons geraadpleegde auteurs verdedigen deze opvatting. Zo merken Klaassen en Zevenboom (1986, p. 94) in dit verband op:

'Men hoeft voor het weglaten van deze gegevens geen ontheffing te vragen. Ons inziens behoeft men ook niet te vermelden dat men bepaalde gegevens heeft weggelaten. Volstaan kan worden, een beroep op gewichtige belangen te doen indien de rechtspersoon zou worden aangesproken wegens het niet verstrekken van de vereiste gegevens.'

2.2 *Investerings*

Onder investeren wordt verstaan het vastleggen van vermogen in materiële of financiële vaste activa. Aangezien de wet slechts spreekt over toekomstige investeringen, hebben wij daartoe een breed scala aan opmerkingen gerekend die zowel qua vorm als inhoud sterk verschilden.

Desondanks konden we enkele 'rode draden' ontwarren, aan de hand waarvan we tot een overzichtelijke classificatie zijn gekomen.

Tabel 2: Indeling van toekomst informatie met betrekking tot investeringen naar diverse gezichtspunten (Tabel heeft betrekking op de gegevens van respectievelijk maximaal 64 (1982) en 89 (1984) ondernemingen)

	1982	1984
<i>A Informatie inzake het investeringsbeleid</i>		
- aangeven strategie of doelstelling	19	21
- aangeven van richting (als uitwerking van strategie of doelstelling)	18	21
- overig	7	5
<i>B Informatie inzake specifieke investeringen</i>		
- voor de onderneming als geheel		
a kwalitatief	4	4
b kwantitatief	12	43
1 absoluut	9	28
2 relatief	3	15
	16	47
- voor een of enkele onderdelen van de onderneming		
a kwalitatief	25	48
b kwantitatief	13	10
1 absoluut	11	9
2 relatief	2	1
	38	58
<i>C Overige opmerkingen</i>		
- aankondiging desinvesteringen	5	5
- geen (of nauwelijks) investeringen	1	2

Zoals uit tabel 2 blijkt, zijn de gemeenschappelijke noemers:

- de mate van abstractie
 - a beleidsmatige aspecten tegenover specifieke investeringen
 - b kwalitatieve tegenover kwantitatieve omschrijving
- de mate van volledigheid
 - a alle investeringen of een gedeelte ervan
 - b voor de gehele onderneming of een gedeelte ervan

Terwijl we al eerder constateerden dat er sprake is van een toenemend aantal ondernemingen dat toekomst informatie verstrekt over investeringen, blijkt nu dat dit niet heeft geleid tot een toename van het aantal ondernemingen dat een investeringsbeleid schetst. Ook in 1984 heeft dit slechts betrekking op een belangrijke minderheid van de onderzochte jaarverslagen. Uit de wet valt overigens niet af te leiden dat ondernemingen op het punt van onder meer investeringen een beleid moeten schetsen. De minister van Justitie heeft bij de mondelinge behandeling van het wetsontwerp in de Tweede Kamer immers opgemerkt dat het bij deze informatie (evenals financiering en personeelsbezetting) gaat om de verwachte gevolgen van al genomen beslissingen zodat van het bestuur niet wordt verwacht dat het vooruitloopt op nog te nemen beslissingen. Aangezien beleid in ieder geval gedeeltelijk betrekking heeft op voornemens zijn die dus per definitie van publikatieplicht uitgezonderd. De gegevens in tabel 2 illustreren dat voor de toename van toekomstgerichte informatie over investeringen twee factoren verantwoordelijk zijn. Allereerst verstrekken beduidend meer ondernemingen informatie over de totale investeringsomvang

in het komend boekjaar. Deze informatie kan onderscheiden worden in absolute en relatieve uitspraken. Een aantal vermeldt ook nog de daarmee gemoeide bedragen.

Uit de in het B-gedeelte van tabel 2 samengebrachte gegevens blijkt dat ondernemingen indien ze menen onder de nieuwe wet verplicht te zijn iets over toekomstige investeringen te melden, ons inziens terecht denken te kunnen volstaan met globale c.q. fragmentarische opmerkingen.

De vereiste detaillering van prospectieve informatie ter voorkoming van het volstaan met al te globale en vage uitlatingen waarvan in de Memorie van Toelichting wordt gesproken, heeft slechts betrekking op de specificatie van toekomstinformatie naar onderwerpen (investeringen, financiering etc.) en niet naar de inhoud ervan. Voorts is de minister van Justitie ingegaan op de bezwaren die onder meer de Commissie Vennootschapsrecht heeft aangevoerd tegen de gevraagde specificatie waarbij hij stelde dat de verlangde detaillering aansluit bij hetgeen thans reeds goede praktijk is. Wij kunnen gevoegelijk aannemen dat hij toen wist dat de praktijk een hetero-geen en diffuus beeld vertoonde en blijkbaar zag hij daarin geen reden om via wetgeving een verdergaande standaardisering dan qua onderwerpen af te dwingen.

2.3 Financieringen

Uit de in tabel 1 gepresenteerde gegevens concludeerden we al dat, ondanks een duidelijke toename, slechts een beperkte meerderheid van de jaarverslagen in 1984 toekomstgerichte informatie ten aanzien van financieringen bevatte.

Tabel 3: Indeling van toekomstinformatie met betrekking tot financieringen naar diverse deelcategorieën

(Tabel heeft betrekking op de antwoorden van respectievelijk maximaal 46 (1982) en 73 (1984) ondernemingen)

	1982	1984
<i>Informatie inzake vermogensverhoudingen</i>		
- Evaluatie huidige vermogensverhoudingen	4	1
- Doelstellingen inzake toekomstige vermogensverhoudingen	9	21
- Verwachtingen inzake toekomstige vermogensverhoudingen	11	16
	24	38
<i>Informatie inzake vermogensbehoefte</i>		
- Vermogensbehoefte vermindert	3	2
- Geen additionele vermogensbehoefte	10	18
- Wel additionele vermogensbehoefte		
- zonder specificatie of hoe daarin voorzien kan worden	-	1
- die reeds gedekt is	10	23
- die naar verwachting kan worden gedekt	7	8
	30	52
<i>Overige informatie inzake financieringen</i>	8	19

De analyse van de inhoud van tabel 3 leert dat ruim driekwart van de verstreekte gegevens betrekking heeft op de toekomstige vermogensbehoefte en hoe men daarin eventueel denkt te voorzien. Vaak legt men daarbij een relatie met de investeringsplannen en spreekt zich dan uit over de kwanti-

tatieve verhouding tussen investeringen en afschrijvingen (of cash flow). De tweede kwantitatief belangrijke categorie, die de eerste overigens deels overlapt, heeft betrekking op de uitspraken omtrent doelstellingen inzake toekomstige vermogensverhoudingen. Tenslotte werden in relatief veel jaarverslagen opmerkingen aangetroffen die betrekking hebben op de verwachte toekomstige vermogensverhoudingen. Voor alle drie de categorieën is sprake van een duidelijke toename ten opzichte van 1982.

De overige, niet gespecificeerde, opmerkingen inzake het financieringsvraagstuk hebben betrekking op een breed scala aan onderwerpen zoals de wijze waarop het valuta-risico wordt gedekt, het dividendbeleid en de ontwikkeling van de rentelasten.

2.4 *Personeelsbezetting*

Onder het begrip personeelsbezetting verstaan wij hier niet slechts informatie over de verwachte personeelsomvang maar ook kwalitatieve opmerkingen inzake toekomstige personele aangelegenheden. Voorbeelden van dit laatste zijn een voorgenomen scholingsprogramma, de beoogde verjonging op leidinggevend niveau of de opmerking dat men ten aanzien van de personeelsbezetting geen bijzondere problemen verwacht. Ook indicaties over de verwachte omvang van de personeelsbezetting bij een onderdeel van de onderneming beschouwen wij als een formulering die voldoet aan de wetsvereisten.

Tabel 4: Indeling van toekomst informatie met betrekking tot personeelsbezetting naar diverse gezichtspunten
Tabel heeft betrekking op de antwoorden van respectievelijk maximaal 41 (1982) en 65 (1984) ondernemingen

	1982	1984
<i>Ontwikkeling omvang personeelsbezetting</i>		
- voor de onderneming als geheel		
a kwantitatief absoluut	7	3
b kwantitatief relatief	19	57
	26	60
- voor onderdelen van de onderneming		
a kwantitatief absoluut	-	1
b kwantitatief relatief	13	6
	13	7
<i>Oorzaken ontwikkeling omvang personeelsbezetting</i>	4	14
<i>Overige informatie inzake personeelsbezetting</i>	7	10

De eerste conclusie op basis van de gedetailleerde gegevens in tabel 4 luidt dat niet alle maar wel een duidelijke meerderheid van de onderzochte ondernemingen die in 1984 op de een of andere wijze toekomstgerichte informatie over de personeelsbezetting gaf, hierbinnen een indicatie verstrekten over de personeelsomvang. Ook in 1982 was dit het geval. Opvallend is voorts dat het aantal ondernemingen dat een absolute uitspraak doet over de omvang van het personeelsbestand (toename/afname met...) in 1984 relatief is gedaald. Men geeft dus weliswaar vaker informatie maar specificeert dit minder.

Uit de tabel blijkt ook dat een aantal ondernemingen voor een of meer onderdelen van het bedrijf informatie verschaft. Deze segmentering, die overigens in 1982 vaker voorkomt dan in 1984, geschiedt langs geografische en/of divisionele lijnen. Bedenkt daarbij echter dat in deze sub-tabel zowel ondernemingen zijn opgenomen die deze gespecificeerde informatie verstrekken naast een uitspraak over de personeelsomvang van de totale onderneming terwijl er ook bedrijven zijn die met gesegmenteerde gegevens voor enkele onderdelen volstaan. Tenslotte volgt uit de gepresenteerde gegevens dat vaker melding wordt gemaakt van - overigens voor de hand liggende - factoren die de ontwikkeling van de personeelsomvang beïnvloeden zoals produktiviteitsstijging, automatisering, arbeidsduurverkorting, autonome groei en acquisities. Het is deze laatste factor waarvoor vier ondernemingen een voorbehoud maken bij het doen van een voorspelling omtrent de personeelsbezetting.

2.5 Evaluatie beleidsinformatie

Het is opvallend dat in de onderzochte jaarverslagen informatie over investeringen vaker voorkomt dan over personeelsbezetting en financieringen. Het zou voor de hand liggen dat men vanwege de 'gevoeligheid' van informatie relatief terughoudend is met mededelingen over investeringen. Voor de bepaling van het potentiële nut van de beleidsinformatie is er bezien vanuit de positie van de aandeelhouder sprake van een gecompliceerde situatie, die wij willen karakteriseren als een 'eigenbelang-paradox'. Enerzijds kan worden beargumenteerd dat zij bij hun beleggingsbeslissingen behoefte hebben aan informatie over het beleid en de specifieke plannen van de ondernemingen. De mogelijke invloed die daarvan uitgaat op de waarde-ontwikkeling van hun aandelen en de toekomstige dividendstroom staat dan centraal. Een dergelijke veronderstelling sluit aan bij de resultaten van empirisch onderzoek naar de informatiebehoefte van aandeelhouders (Klaassen en Schreuder, 1980 en Lee & Tweedie, 1977). Anderzijds geldt echter dat het vroegtijdig openbaarmaken van plannen een bedreiging kan vormen voor de succesvolle verwezenlijking van die plannen hetgeen ook ten detrimente van de aandeelhouders werkt.

Overigens vragen wij ons af of het verstandig is om van het vermelden van toekomstinformatie een jaarlijks terugkerende verplichting te maken. Een belangrijke reden hiervoor zou kunnen zijn te voorkomen dat men bij gebrek aan beter de beschrijving van het verleden, waarmee de bestuurders verantwoording afleggen over het gevoerde beleid, klakkeloos doortrekt naar de toekomst. Dit is in feite een extrapolatie van het heden om tot uitspraken over de toekomst te komen, zonder aandacht te besteden aan mogelijke trendbreuken. Bij het verstrekken van toekomstinformatie kan de ondernemingsleiding inzicht geven in deze trendbreuken (of de ontwikkelingen die tot trendbreuken aanleiding kunnen geven), die zowel een overwegend endogeen als exogeen karakter kunnen hebben. Onder de eerste groep vallen bijvoorbeeld door het management aangebrachte wijzigingen in de richting van het investeringsbeleid terwijl de koopkrachtontwikkeling van een relevante groep consumenten een voorbeeld van de tweede categorie is.

Wanneer we de inhoud van de toekomst informatie nader bekijken dan blijkt echter dat zowel een groot deel van de opmerkingen ten aanzien van investeringen (geen investeringen, alleen vervangingen, kwantitatief ongewijzigd) als van financieringen (ongewijzigde vermogensverhoudingen, financieringsruimte voldoende voor continuering huidige activiteiten) als van personeelsbezetting (onveranderd, geen wijzigingen van betekenis) gezien kunnen worden als een uitdrukking van ongewijzigd beleid. Veel ondernemingen bevinden zich blijkbaar in een 'steady state'-situatie waarbij de overgang van verleden naar toekomst nagenoeg rimpelloos verloopt.

Men kan zich dan ook afvragen of bij de te stellen eisen aan toekomst informatie niet te veel is uitgegaan van uitzonderingssituaties (schoksgewijze aanpassing van investeringen en financieringsstructuur). Wij willen dan ook pleiten voor een aanpassing van de wetstekst op dit punt in die zin dat het zogenoemde 'exception-principle' daarin een dominante positie gaat innemen. Voor wijziging van de formulering in de zin dat men in het bijzonder aandacht besteedt aan de verwachte veranderingen ten aanzien van de richting van investeringen, financieringen en personeelsbezetting pleiten ons inziens twee factoren. Gebruikers van jaarverslagen levert het geen informatieverlies op omdat wanneer men niets vermeldt dit tot de conclusie leidt dat het huidige beleid en de daaraan verbonden effecten zich zullen continueren. Ondernemingen zullen verlost worden van de zorg om - eventueel jaar na jaar - creatieve formuleringen te verzinnen voor de situatie dat er niets verandert of dat de in het verleden ingezette trendmatige wijziging zich zal continueren.

2.6 Omzet- en rentabiliteitsbeïnvloedende factoren

In tabel 5a/b hebben we de door ondernemingen vermelde factoren weergegeven, gesplitst naar de opbrengsten- en kostenkant. Daarnaast hebben we een onderscheid gemaakt tussen de omstandigheden waarover ondernemingen controle kunnen uitoefenen en omstandigheden die buiten hun invloedssfeer liggen.

Tabel 5a: Indeling van resultaatbeïnvloedende factoren voor zover mogelijk gesplitst naar opbrengsten- en kostenkant
(Tabel heeft betrekking op de antwoorden van 108 ondernemingen)

1982

<i>Omzetbeïnvloedende factoren (beheersbaar)</i>		<i>Kostenbeïnvloedende factoren (beheersbaar)</i>		<i>Resultaatbeïnvloedende factoren (beheersbaar)</i>	
marktpositie algemeen	37	algemene kostenbewaking	25	sanering, rationalisatie efficiency-bevordering, herstructurering, reorganisatie etc.	47
commercieel beleid	9	ontwikkeling		investeringen	4
ongespecificeerde marketing methoden	10	individuele kosten		ontwikkelings aanloopkosten	3
<i>specifiek</i>		- vermogenskosten	1	gang van zaken tot nu	6
<i>commercieel beleid:</i>		- indirecte kosten	1	commerciële inspanningen	3
export-ontwikkeling	13	- afschrijvingen	1	bezettingsgraad	4
produktontwikkeling	28	bijzondere baten/lasten	4	productie-omvang	8
kwaliteitsverbetering	19				
nieuwe markten	7				
assortiment	8				
distributie	8				
prijspolitiek	4				
diversificatie	2				
acquisities/desinv.	6				
stand orderportefeuille	17				
gang van zaken tot nu	8				
terughoudend acquisitiebeleid in verband met wanbetalingsrisico	4				
	<u>180</u>		<u>32</u>		<u>75</u>

<i>Omzetbeïnvloedende factoren (niet-beheersbaar)</i>		<i>Kostenbeïnvloedende factoren (niet-beheersbaar)</i>		<i>Resultaatbeïnvloedende factoren (niet-beheersbaar)</i>	
marktomvang	47	personeelskosten	6	ontwikkeling	
koopkrachtontwikkeling	25	fiscale lasten	7	prijzen/marges	26
consumptiegewoonten	4	energiekosten	7	valuta-ontwikkelingen	12
overheidsmaatregelen	9	milieukosten	3	overcapaciteit	4
algemene economische situatie	26	ontwikkeling bel. kostensoorten	6	algemene economische situatie	22
valuta-ontwikkeling	3			politieke ontwikkeling	4
betalingproblemen				rentepeil	24
individuele landen	3			olieprijs	3
stakingen	1			begrotingstekort	1
				energieprijs	1
				rubberprijs	1
				inflatie	8
				schuldenproblematiek	1
	<u>118</u>		<u>29</u>		<u>107</u>

Tabel 5b: Indeling van resultaatbeïnvloedende factoren voor zover mogelijk gesplitst naar opbrengsten- en kostenkant
(Tabel heeft betrekking op de antwoorden van 110 ondernemingen)

1984

<i>Omzetbeïnvloedende factoren (beheersbaar)</i>		<i>Kostenbeïnvloedende factoren (beheersbaar)</i>		<i>Resultaatbeïnvloedende factoren (beheersbaar)</i>	
marktpositie algemeen	30	algemene kostenbewaking	21	sanering, rationalisatie, efficiency-bevordering, herstructurering, reorganisatie etc.	35
commercieel beleid ongespecificeerde marketing methoden	7	ontwikkeling individuele kosten	1	investeringen	6
	14	- verkoopkosten	1	commerciële inspanningen	3
		- produktiekosten	3	ontwikkelings/aanloopkosten	3
<i>specifiek commercieel beleid:</i>		- afschrijvingen		gang van zaken tot nu toe	4
export-ontwikkeling	18	bijzondere baten/lasten	3	bezettingsgraad	3
produktontwikkeling	23				
kwaliteitsverbetering	10				
nieuwe markten	10				
assortiment	15				
distributie	5				
prijspolitiek	2				
diversificatie	3				
acquisities, desinv.	8				
stand orderportefeuille	22				
gang van zaken tot nu	10				
	<u>177</u>		<u>29</u>		<u>54</u>

<i>Omzetbeïnvloedende factoren (niet-beheersbaar)</i>		<i>Kostenbeïnvloedende factoren (niet-beheersbaar)</i>		<i>Resultaatbeïnvloedende factoren (niet-beheersbaar)</i>	
marktomvang	54	personeelskosten	15	ontwikkeling	
koopkrachtontwikkeling	15	fiscale lasten	10	prijzen/marges	45
consumptiegewoonten	3	rentelasten	6	valuta-ontwikkelingen	15
overheidsmaatregelen	9	grondstofkosten	5	overcapaciteit	13
klimatologische omst. algemene	8	energiekosten	2	algemene economische situatie	20
economische situatie	24	huisvestingskosten	2	politieke ontwikkelingen	4
valuta-ontwikkelingen	4	milieukosten	1	rentepeil	3
betalingsproblemen		ontwikkeling		olieprijs	1
individuele landen	2	bel. kostensoorten	2	begrotingstekort VS	1
ontwikkeling papierprijs	2	ontwikkeling BTW tarief	2	overheidsmaatregelen	1
politieke situatie	1				
	<u>122</u>		<u>45</u>		<u>103</u>

Wanneer we de zodanig gestructureerde gegevens bekijken dan blijkt daaruit dat de conclusie inzake het aantal ondernemingen dat informatie inzake omzet- en rentabiliteitsbeïnvloedende factoren vermeldt, valt door te trekken naar de omvang van de verstrekte informatie. Telling van het aantal elementen (totaal of in de categorieën omzet, kosten, winst, respectievelijk beheersbaar, niet beheersbaar) leert dat in het globale beeld geen wijziging heeft plaatsgevonden. De ondernemingen noemen gemiddeld drie omzet- en/of rentabiliteitsbeïnvloedende factoren. Ten aanzien van de omzelementen domineren de beheersbare factoren en bij de winst-elementen komen de niet-beheersbare het meest voor. De verschillen die er binnen de categorieën voorkomen, vormen voornamelijk een reflectie van de tijdgeest. Zo was in 1982 zowel de inflatie als de rente hoog hetgeen voor veel ondernemingen een reden was hieraan aandacht te besteden. In de jaarverslagen van 1984 doet vanwege de strenge winter opeens het begrip 'klimatologische omstandigheden' zijn intrede als omzet- en rentabiliteitsbeïnvloedende factor. Analyse van de inhoud van de omzet- en rentabiliteitsbeïnvloedende factoren leert dat de verschaft informatie - soms noodzakelijkerwijze - qua diepgang nogal wat te wensen overlaat, waarin we de volgende dimensies onderscheiden.

- 1 Een aantal ondernemingen schetst een mechanistisch in plaats van deterministisch beeld inzake invloedsfactoren. Men somt een aantal elementen op waaruit resultaat en/of omzet is opgebouwd maar verschaft geen inzicht in de factoren die van invloed zijn op deze elementen. Het meest extreme voorbeeld troffen we in dit verband aan bij een onderneming die vermeldde dat 'de ontwikkeling van de rentabiliteit afhankelijk is van enerzijds het bedrijfsresultaat en anderzijds de belastingdruk en interestlasten'.
- 2 De meeste ondernemingen noemen verschillende factoren zonder daarvan aan te (kunnen) geven hoe ze zich qua invloed verhouden. Dit klemt te meer daar waar zulke factoren zelf al een uiterst vaag karakter hebben (bijv. 'algemeen-economische situatie' of 'politieke ontwikkelingen').
- 3 Een groep ondernemingen noemt een of meer invloedsfactoren maar laat dan in het midden of een stijging dan wel daling een positieve invloed op de ontwikkeling van omzet of rentabiliteit heeft. Alhoewel dit voor een aantal factoren natuurlijk voor de hand ligt (belastingdruk, koopkrachtontwikkeling), blijkt een factor als de ontwikkeling van de dollarkoers voor verschillende ondernemingen in een geheel andere richting uit te werken.
- 4 Veel opmerkingen hebben betrekking op factoren die in het algemeen invloed hebben op omzet en rentabiliteit (conjunctuur etc.) en slaan dus niet specifiek op de onderneming zelf of de branche waarin die werkzaam is.
- 5 Een groep ondernemingen laat in het midden of genoemde factoren al of niet door de onderneming kunnen worden beïnvloed. Dit heeft bijvoorbeeld betrekking op uitspraken inzake de verwachte rentelasten waarbij onduidelijk blijft of die wordt veroorzaakt door veranderingen in het rentepeil (exogeen) dan wel wijzigingen in de omvang van het vermogensgebruik (endogeen).

2.7 *Evaluatie invloedsfactoren*

Van der Gaag (1984, p. 268) stelt voor het begrip rentabiliteit in de wetstekst te vervangen door 'resultaat' omdat 'de laatste grootheid vrijwel niet in de bestaande praktijk aan de orde komt'. Wij voegen daaraan toe dat zo iets nog als voordeel heeft dat een uitspraak wordt gedaan over een absolute en niet over een relatieve grootheid. Daarmee elimineer je het effect van de verandering in de ermee samenhangende variabele. Belangrijker vinden wij echter dat de in de wet gekozen categorisering (omzet-rentabiliteit) niet-wederzijds uitsluitend is, met andere woorden 'ze lopen in elkaar over'. Dus een onderneming die een opmerking maakt over de omzetonwikkeling zegt daarmee (*ceteris paribus*) iets over de rentabiliteit. Daarmee kan dan ons inziens een belangrijk stuk informatie verloren gaan, namelijk de andere factoren die van invloed zijn op de rentabiliteit. Teneinde dit te voorkomen zou men kunnen overwegen om de wetstekst zo te wijzigen dat in het vervolg mededelingen moeten worden gedaan over de omstandigheden die de ontwikkeling van het resultaat beïnvloeden, gesplitst naar opbrengsten- en kostenfactoren. Afhankelijk van de gewenste diepgang zou de wetgever zelfs een onderscheid kunnen voorschrijven tussen endogene/exogene factoren of eisen dat omzetfactoren worden gesplitst in hoeveelheids- en prijscomponenten en bij kostenfactoren de verschillende categorische kostencomponenten worden besproken.

Deze nuancering is voor gebruikers van jaarverslagen slechts zinvol als aan het vermelden van toekomst informatie over omzet en rentabiliteit als zodanig, enig nut verbonden is. Vanuit theoretisch oogpunt is deze vraag eenvoudigweg bevestigend te beantwoorden. Beleggen is een op de toekomst gerichte activiteit. Men laat zich daarbij meer leiden door verwachtingen omtrent in de toekomst te behalen resultaten dan door in het verleden gerealiseerde uitkomsten. Beleggers zijn dan ook met name geïnteresseerd in prospectieve informatie. Geheel in overeenstemming met deze behoefte was het oorspronkelijk de bedoeling dat ondernemingen in hun jaarverslag mededelingen zouden doen over de ontwikkeling van omzet en rentabiliteit. Aangezien deze mede afhankelijk is van exogene factoren waarvan de ontwikkeling noch met zekerheid noch met een bepaalde waarschijnlijkheid is in te schatten, kwam de minister met een aangepaste versie. Het vermelden van omstandigheden die de ontwikkeling van omzet en rentabiliteit beïnvloeden zou dan kunnen geschieden met het oogmerk beleggers houvast te bieden om de tijd die verstrijkt tussen het moment waarop het bestuur een toekomstverwachting uitspreekt en het moment waarop blijkt of en in hoeverre deze is gerealiseerd te overbruggen. Met behulp van deze gegevens kan hij zich dan een oordeel vormen over de waarschijnlijkheid dat een eerder gedane uitspraak nog actueel is. (Indien het bestuur geen verwachting uitspreekt over de omzet en rentabiliteit dan zou men zich hierover met behulp van de beïnvloedende factoren reeds tussentijds een oordeel kunnen vormen.) Op grond hiervan zou men allerlei beleggingsbeslissingen kunnen nemen.

Het antwoord op de vraag of met de huidige wetstekst deze doelstelling kan worden gerealiseerd dient ons inziens ontkennend te worden beant-

woord waarvoor wij de volgende argumenten willen aanvoeren.

Allereerst lijkt het een praktisch onmogelijke opgave voor het bestuur om een compleet inzicht te geven in alle omzet- en rentabiliteitsbeïnvloedende factoren. Interpretaties dat het alleen gaat om de belangrijkste factoren, zoals Burgert en Timmermans (1984) veronderstellen, lijken dan ook voor de hand te liggen maar brengen ons inziens onoverkomelijke conceptuele en praktische bezwaren met zich mee. Zo gaat men er daarbij impliciet van uit dat het bestuur van de onderneming over het inzicht c.q. de instrumenten beschikt om de effecten van afzonderlijke variabelen te meten en daarmee de belangrijkste te selecteren hetgeen gegeven de oncontroleerbaarheid van empirische variabelen moeilijk realiseerbaar lijkt. Voor bijvoorbeeld multinationaal opererende ondernemingen komt daarbij dat ze zich geconfronteerd weten met een welhaast onoverzienbare reeks politieke, financieel-economische en geografische factoren die op de diverse lokaties ook nog eens in tegengestelde richting kunnen uitwerken. Een lagere dollarkoers leidt (*ceteris paribus*) tot een ongunstiger/gunstiger concurrentiepositie van respectievelijk een Amerikaanse/Nederlandse dochteronderneming van onze vaderlandse multinationals. Daarnaast heeft het begrip 'belangrijkste' in ieder geval twee dimensies waaruit een keuze gemaakt zal moeten worden. Het kan slaan op de variabelen die bij een gelijkmatige verandering van alle invloedsfactoren het sterkste effect hebben op omzet en rentabiliteit maar het kan evengoed betrekking hebben op variabelen waarvan het bestuur een zo sterke verandering verwacht dat ze daardoor een belangrijke invloed op omzet en rentabiliteit hebben. Daarbij dient men zich dan nog te realiseren dat lang niet alle variabelen (en wijzigingen daarin) kwantificeerbaar zijn zodat uitspraken over het effect bij gelijkmatige verandering in die situatie op voorhand al onmogelijk lijken. Een laatste theoretische kanttekening die wij bij dit onderdeel van de wetstekst willen plaatsen heeft betrekking op de invloed die daarvan uit zou kunnen gaan op de koersvorming van de aandelen van beursgenoteerde ondernemingen. Zoals opgemelde analyse blijkt uit te wijzen is het veelal niet mogelijk een totaalbeeld van beïnvloedende factoren te schetsen en kan men niet meer dan een slag slaan naar het relatieve gewicht van de factoren. Hiervan kan ons inziens een schadelijke werking uitgaan op de koersvorming aangezien het een versterkende invloed kan uitoefenen op de neiging om bij beleggingsbeslissingen slechts een gedeelte van de relevante werkelijkheid in ogenschouw te nemen. Of dit verschijnsel, dat we naar analogie van het begrip 'functionele fixatie' als 'partiële fixatie' zouden kunnen betitelen, nu zijn oorsprong vindt in de beperkte mogelijkheden die een mens nu eenmaal heeft ten aanzien van informatieverwerking of dat er ook in de beleggings sfeer sprake is van mode-trends blijft vooralsnog onduidelijk maar dat dit verschijnsel zich voordoet, lijkt niet aan twijfel onderhevig. Ter adstructie daarvan het volgende voorbeeld. Op de Amsterdamse Effectenbeurs hadden een aantal fondsen nogal wat te lijden van het aangekondigde voornemen van 'de Groep van Vijf' om via gerichte interventies de dollarkoers omlaag te brengen. Slechts het uitspreken hiervan zorgde op 23 september 1985 voor een daling van de dollar met 20 cent waarna een verdere depreciatie volgde. Dit had een koersdrukkende werking op een aantal aandelen-

prijzen tot gevolg. De overwegingen van beleggers hun aandelen af te stoten waren gemakkelijk traceerbaar en op zich voor de hand liggend. Het ging daarbij vooral om ondernemingen waarvan het bestuur had laten blijken dat toekomstige resultaten onder meer afhankelijk werden geacht van het handhaven van de dollarkoers op het toentertijd hoge niveau. Voormalige aandeelhouders die zich (begrijpelijkerwijze) hebben blindgestaard op dit ene zinnetje in het jaarverslag konden niet vermoeden dat ze hun beslissingen om de aandelen van de hand te doen, zo snel zouden betreuren. Immers nog nauwelijks was men van de schrik bekomen of beleggingsanalisten en ondernemingsbestuurders haastten zich te verklaren dat het effect van de dollardaling op de gang van zaken in de onderneming beperkt was omdat een lagere dollarkoers ook voordelen heeft (positief effect op concurrentiepositie van Amerikaanse dochterondernemingen, inflatie- en rentedaling, vermindering dollargebonden kosten). Ook voerde men aan dat de negatieve effecten met meevallers elders zijn gecompenseerd (aanhoudende economische groei, vermindering conjunctuurgevoeligheid, lagere energieprijzen). Daarop vertoonden de aandelenprijzen - overigens mede als gevolg van oorzaken die de reikwijdte van dit artikel te boven gaan - een opmerkelijk herstel.

Concluderend kunnen we stellen dat de wetgever in verband met de gebleken onbetrouwbaarheid ervan terecht heeft afgezien van de verplichting om concrete prognoses omtrent omzet en rentabiliteit in het jaarverslag op te nemen. Het gekozen alternatief, het vermelden van omzet- en rentabiliteitsbeïnvloedende factoren, beschouwen we echter als een ongelukkige greep. In het voorgaande hebben we immers al opgemerkt dat het voor het bestuur van een onderneming vrijwel onmogelijk is een compleet beeld van alle beïnvloedende factoren (inclusief relatief gewicht en onderlinge samenhang) te schetsen. Men zadelt de belegger dan ook onvermijdelijk met een incomplete puzzel op. Daar komt dan nog bij dat, gegeven de onvoorspelbaarheid van de toekomst, zowel belegger als bestuur in het duister tasten over de richting waarin de factoren die van invloed zijn (zoals rente, valuta's koopkracht en conjunctuur) zich gaan ontwikkelen. Ook als men dus alle invloedsfactoren zou kennen, levert dit nog geen betrouwbaarder prognoses op.

De gekozen wetsformulering lost derhalve niets op maar verschuift slechts het probleem. Het lijkt er dan ook op dat men zich in deze heeft laten leiden door wat wenselijk is in plaats van wat mogelijk is. Men had zich dan ook moeten afvragen of men beter af is met een geforceerde poging dan wel de poging in zijn geheel achterwege te laten. Uit het voorgaande moge blijken dat wij voor laatstgenoemde mogelijkheid opteren. Zeker waar het gaat om beursgenoteerde ondernemingen is men ons inziens meer gebaat bij een strikte opvolging van (een eventueel aangescherpte versie van) het fondsenreglement van de Vereeniging voor de Effectenhandel. We denken dan met name aan artikel 28h. dat ondernemingen verplicht 'terstond een publikatie doen omtrent elk feit of elke gebeurtenis betreffende de uitgevende instelling waarvan moet worden aangenomen dat hiervan een aanmerkelijke invloed op de koers zal uitgaan', (p. 33).

Daarnaast zou men ons inziens moeten overwegen om voor beursgenoteerde ondernemingen rapportage van resultaten op kwartaalbasis verplicht te stellen. Het opvoeren van de berichtgevingsfrequentie heeft als voordeel dat de periode waarin belanghebbenden op zichzelf zijn aangewezen bij het beoordelen van de haalbaarheid van door het bestuur gedane uitspraken met betrekking tot de toekomst aanmerkelijk wordt bekort. Van een stijging van administratieve lasten zal ons inziens niet of nauwelijks sprake behoeven te zijn omdat ondernemingen voor hun interne berichtgeving al gebruikmaken van kwartaal- (en veelal zelfs maandelijks) rapportage.

Literatuur

- Burgert, R en C. W. A. Timmermans, *De Jaarrekening nieuwe stijl*, deel 2, Samsom, Alphen a/d Rijn, 1984, 4e druk.
- Gaag, J. J. van der, Een 'goede praktijk' ten aanzien van verstrekte informatie, In: Bulte, J. c.s., *Gehandhaafd*, EUR, Rotterdam, 1984.
- Klaassen, J. en H. Schreuder, *Het financiële jaarverslag van ondernemingen*, Stenfert Kroese, Leiden, 1980.
- Klaassen, J. en G. H. Zevenboom, *De nieuwe jaarverslaggeving*, FED, Deventer, 1986, 3e druk.
- Lee, T. A. en D. P. Tweedie, *The private Shareholder & The Corporate Report*, London, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 1977.