

## EEN BELEGGINGSPERSPECTIEF OP DE TOEKOMST VAN ACCOUNTANCY

JAARGANG 37 | NUMMER 147 | NAJAAR 2021

Duurzaamheidsinformatie  
als katalysator

8

Accountancy moet dichter  
op de bal - interview met  
Jan Hommen

22

De cijfers voorbij:  
vanuit tekst omzetgroei  
voorspellen

26

Falende accountants maken  
zelf gewekte verwachtingen  
niet waar

34



# INHOUD

INHOUD

## EDITORIAL

### Een beleggingsperspectief op de toekomst van accountancy 3

Mark Geene, Frederik Mannaerts, Michel Wetser en Gerben de Zwart

## ONDERZOEK

### Duurzaamheidsinformatie als katalysator 8

Nancy Kamp

## ONDERZOEK

### From Accounting-Based Valuations to ESG Culture-Based Valuations 14

Didier Cossin and Pascal Botteron

## INTERVIEW

### Accountancy moet dichter op de bal 22

Mark Geene en Ronald Kok

## ONDERZOEK

### De cijfers voorbij: vanuit tekst omzetgroei voorspellen 26

Tjeerd van Cappelle en Robin Niesert

### Auditing in een wereld waar geld etherisch is geworden: I.T.E.O.T.B. 33

Bert Bakker

## PRAKTIJK

### Falende accountants maken zelf gewekte verwachtingen niet waar 34

Marcel Pheijffer

## OPINIE

### "Bij elkaar komen is een begin, bij elkaar blijven is vooruitgang, samenwerken is succes" 42

Patrick Wierckx

## PRAKTIJK

### The power of public filings 48

Chashaka Wimalaweera and Daryl Smith

## VERDER IN DIT NUMMER

### Uit de Vereniging

EU Taxonomie en de duurzame indicatoren, hoe doe je zinvol due diligence? 4

Friso van der Mark

Annual Dinner 5

Let's meet! Onze afvaardiging in de Raad en Stichting van de Jaarverslaggeving 6

Hikmet Sevdican en Ralph Ousen

### Scriptie

Samenvatting van RBA-scriptie 54

Jasper Klein

### Bookreview

Ruis, Waarom we zo vaak verkeerde beslissingen nemen, en hoe we dat kunnen voorkomen 56

Michel Wetser

## CALL FOR PAPERS

Het voorjaarsnummer 2022 zal gewijd zijn aan **reële activa**. Tot deze beleggingscategorie behoren in het algemeen onroerend goed, landbouwgrond, infrastructuur, edelmetalen, grondstoffen, machines en andere apparatuur en natuurlijke hulpbronnen. Vaak genoemde redenen om in dit soort activa te beleggen zijn stabiele kasstromen, inflatiebescherming en een lage correlatie met andere beleggingen. Auteurs kunnen reële activa in de volle breedte behandelen of juist ingaan op een van de verschillende categorieën. Ter inspiratie wil de redactie alvast de volgende mogelijke onderwerpen noemen:

- Volgens sommigen ligt momenteel het gevaar van economische oververhitting en inflatie op de loer. Gaat het voordeel van een lage correlatie en inflatiebescherming nog wel op, nu de langdurig lage rentestand de prijzen van *alle* beleggingen – zowel de financiële waardepapieren als reële activa – heeft opgedreven?
- Vanwege hun "tastbaarheid" zijn reële activa bij uitstek een gebied waar verantwoord

beleggen en Impact investeringen vormgegeven kunnen worden. Hoe doen marktpartijen dat in de praktijk? Wat zijn de successen en wat zijn de mogelijke valkuilen?

- In Nederland halen de snel stijgende huizenprijzen en het tekort aan betaalbare woningen inmiddels dagelijks het nieuws. Kunnen (en moeten) institutionele beleggers een rol spelen bij het oplossen van de problemen op de woningmarkt? En in hoeverre vormen deze problemen een beleggingsrisico?
- Reële activa zijn meestal niet zo gemakkelijk deelbaar als financiële beleggingen en moeten daarom vaak in grotere volumes worden verhandeld. Bepaalde reële activa vereisen ook opslag- en verzekeringskosten. Zijn beleggingsfondsen en index fondsen die een blootstelling bieden naar reële activa een goed alternatief zonder de betreffende nadelen, ook om met name particuliere beleggers toegang tot deze beleggingen te bieden?

- Hebben reële activa alleen een rol als onderdeel van de lange termijn strategische beleggingsportefeuille? Of zijn ook meer tactische posities mogelijk in bepaalde categorieën? Welke reële activa hebben op dit moment het meest aantrekkelijke rendements-/risicoprofiel?

Via deze Call for Papers roepen wij geïnteresseerde auteurs op om voor 31 oktober 2021 contact op te nemen met de redactie ([irma.willemsen@cfavba.nl](mailto:irma.willemsen@cfavba.nl)). Het moet daarbij altijd gaan om oorspronkelijk werk dat nog niet elders is gepubliceerd. Verdere informatie over bijvoorbeeld de stijl instructies en historische journaals (het archief) staat op: <https://cfavba.nl/en/vbajournaal>.

Verdere informatie over bijvoorbeeld auteursinstructies en historische journaals (het archief) staat op: <https://cfavba.nl/en/vbajournaal>.

# Een beleggingsperspectief op de toekomst van accountancy

"Beleggers moeten blind kunnen varen op de informatie in financiële verslaggeving van bedrijven. Dat is de basis." aldus Jan Hommen in het interview van deze editie. Tegelijkertijd worden accountants op dit moment aan verschillende krachtenvelden blootgesteld die kunnen leiden tot veranderingen. In dit najaarsnummer van het VBA Journaal staan wij stil bij de rol van accountancy voor de beleggingsprofessie en de (inter)nationale ontwikkelingen die plaatsvinden in de accountancy die relevant zijn voor Nederlandse beleggers.

De spits wordt afgebeten door prof. Nancy Kamp die in haar bijdrage de verwachting uitspreekt dat duurzaamheidsinformatie van ondernemingen steeds beter beschikbaar zal komen door nieuwe Europese regelgeving. Dit heeft gevolgen voor zowel accountants als beleggers welke laatste hiermee beter ondersteund worden bij de uitvoering van een duurzamer beleggingsbeleid. Didier Cossin en prof. Pascal Botteron wijzen op de trend dat immateriële activa steeds belangrijker wordt in de marktwaardering van een onderneming. Zij betogen dat de bedrijfscultuur en governance een steeds belangrijkere component van de waardering van een onderneming wordt. De auteurs laten zien dat dit niet alleen bijdraagt aan betere resultaten op de beurs maar ook aan goede prestaties op het gebied van duurzaamheid.

Tjeerd van Cappelle en Robin Niesert behandelen een onderwerp dat veel beleggers al langere tijd bezighoudt: het voorspellen van omzetgroei van een onderneming. Hiertoe gebruiken zij innovatieve algoritmes op basis van de teksten van het jaarverslag. Het artikel van Chashaka Wimalaweera en Daryl Smith sluit hier goed op aan. Zij geven een overzicht van publieke bronnen die gebruikt kunnen worden voor innovatieve tekstanalyses. In hun artikel staan zij stil bij publieke bronnen die wat minder bekend zijn en bespreken zij de mogelijke beleggingstoepassingen met aansprekende voorbeelden.

Prof. Marcel Pheijffer legt de lat hoger voor accountants in zijn artikel. Hij staat stil bij verschillende recente boekhoudschandalen en de lessen die hieruit geleerd kunnen worden. Hij betoogt dat accountants hun prestaties moeten verbeteren om de zelf gewekte verwachtingen waar te maken en het vertrouwen van beleggers te behouden. Het artikel van Patrick Wierckx vindt de redactie zo interessant dat deze buiten het thema om geplaatst wordt. Het artikel analyseert het belang van samenwerking en de creatie van lange termijn samenwerkingsverbanden tussen klanten en vermogensbeheerders.

De vaste bijdrages van onze columnist Bert Bakker en de rubrieken Scriptie en Boekbespreking ontbreken niet in deze editie. Bert Bakker vraagt zich af op welke manier accountants moeten omgaan met crypto currencies. Jasper Klein kijkt in zijn scriptie-samenvatting naar de samenstelling van low volatility aandelenportefeuilles voor beleggers met lange termijn verplichtingen. Michel Wetser bespreekt het boek Ruis van Daniel Kahneman, Sibony en Sunstein.

Tenslotte merken we op dat de verspreiding van deze editie anders verloopt dan normaal. Vanwege vertraging bij de drukker zal deze editie volgens de normale tijdslijn digitaal gepubliceerd worden. De papieren editie zal pas eind oktober thuis bezorgd worden.

Wij wensen u veel leesplezier!

Namens de redactie,

*Mark Geene*

*Frederik Mannaerts*

*Michel Wetser*

*Gerben de Zwart*

# EU Taxonomie en de duurzame indicatoren, hoe doe je zinvol due diligence?

Op donderdag 17 juni 2021 vond een webinar plaats over de "EU Taxonomie en de duurzame indicatoren". Het webinar werd georganiseerd door de commissies ESG en Ethiek van CFA Society VBA Netherlands. Drie gastsprekers Anouk in 't Veld (Robeco), Adrie Heinsbroek (NN IP) en Pascale Langereis (SER) deelden hun expertise over het onderwerp.



Het doel van het webinar was om richting te geven aan de implementatie van de nieuwe ESG-transparantiewetgeving. Verschillende dilemma's en uitdagingen kwamen aan de orde. Anouk ging in op de EU Sustainable Finance Disclosure Regulation, Pascale besprak de due diligence en Adrie de prioriteiten.

Het EU Sustainable Finance Framework vormt een belangrijke basis en helpt invulling te geven aan het Parijs-akkoord en de duurzame ontwikkelingsdoelen. Het raamwerk geldt voor de meeste partijen binnen de financiële sector en kent daardoor een brede scope. Een bijkomend resultaat is dat duurzame producten onderling beter te vergelijken zijn en daarmee 'greenwashing' wordt vermeden.

Het raamwerk lijkt nieuw, maar er is binnen de financiële sector al heel veel werk verricht waarop teruggevallen kan worden. Denk daarbij aan bestaande overeenkomsten als de UN Global Compact, Paris Agreement, UN Guiding Principles, OECD Guidelines etc.

De Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), één onderdeel van de wetgeving, wordt uitgelicht. Deze bestaat uit vier componenten;

1. De classificatie van beleggingsproducten in artikel 6, 8 en 9 op basis van hun duurzaamheidsdoelen.
2. De integratie van de duurzaamheidsrisico's. Is er een 'comply or explain' en is de hele organisatie op de hoogte van haar duurzame activiteiten?

3. 'Principle adverse impacts' (PAI), een tabel met verplichte indicatoren voor rapportage en prioritering. Hoewel de milieu en sociale indicatoren (nog) niet verplicht zijn, wordt wel aangemoedigd om hierover te rapporteren als deze materieel zijn voor de organisatie.
4. De 'Taxonomy' geldt als leidraad voor de investeringen in duurzaamheid. Het maakt duidelijk welke activiteiten wel of niet duurzaam mogen heten.

In de financiële sector zijn al belangrijke stappen genomen aangaande de integratie van duurzaamheidsrisico's en het beloningsbeleid. De 'PAI' en de 'Taxonomy' zijn binnen het raamwerk nieuw. Afgelopen 30 juni was de eerste deadline voor organisaties om een statement te publiceren voor wat betreft de 'PAI'. Hieruit moet blijken hoe en wat er gemeten wordt en hoe de doelen behaald worden (bijvoorbeeld targets op carbon).

Hoe valt alles nu samen op productniveau? Om hier richting aan te kunnen geven, wordt tijdens het webinar een hulpmiddel besproken dat helpt met classificeren en prioriteren. Het laat ook zien met welke hiervoor genoemde overeenkomsten en wetgeving je te maken hebt. Een recente toevoeging in de regelgeving is transparantie over welk percentage van het fonds duurzame investeringen nastreeft en of het 'taxonomy aligned' is.

Bij duurzame investeringen moet er sprake zijn van 'good governance' en 'no significant harm'. Met andere woorden, de investering

mag geen schade aanbrengen. Dit moet meetbaar worden gemaakt en tevens moet de organisatie kunnen garanderen dat de duurzame investering geen negatieve impact meebrengt. Voor de verantwoording gebruik je de indicatoren en daarbij toon je aan dat je de EU Global Compact en de OECD-richtlijnen volgt. Het webinar geeft de nodige tips om een aanvang te maken.

Door het hele proces heen loopt de due diligence met betrekking tot internationaal maatschappelijk verantwoord ondernemen (IMVO). Met IMVO wordt bedoeld de inkopen en investeringen in het buitenland, waarbij een negatieve impact op mens en milieu zo veel mogelijk voorkomen wordt. IMVO wordt toegelicht aan de hand van zes due diligence stappen. Alvorens de stappen te volgen, is het advies om eerst te starten met het opstellen van beleid. Daarmee zal het proces vlotter draagvlak krijgen en je krijgt een betere inschatting van risico's.

Door de hoeveelheid kennis en beschikbare informatie is het een uitdaging om prioriteiten vast te stellen, daarom worden enkele concrete voorbeelden besproken die kunnen helpen bij het definiëren van de 'PAI'. Het uiteindelijke doel is om de negatieve impact zo veel mogelijk te beperken. In de afronding wordt het belang benadrukt om zowel binnen een organisatie als binnen de gehele sector samen te werken, om zo verschillende interpretaties van de regelgeving te voorkomen en een gelijk speelveld te creëren.

*Friso van der Mark*

# Annual Dinner

On September 1, the CFA Society VBA Netherlands Annual Dinner could finally take place after postponing for 1.5 years due to the corona measures. Though we were not allowed to host the 'normal' number of participants, our glasses were definitely half full with three excellent speakers present and all available seats taken!

The subject of the role of central banks has not lost importance in recent months. Is central bank independence another casualty of the corona crisis? Have the massive stimulus packages of governments

and central banks (and their collaboration) shown that much more stimulus is possible without risking (hyper)inflation? And how will this all affect investors and their capabilities to achieve a reasonable return?

Our two keynote speakers gave their views from different perspectives, which led to a lively debate, excellently moderated by Sandra Philippen, Chief Economist at ABN Amro



Stephanie Kelton, Professor of Economics and Public Policy at Stony Brook University



Vitor Constâncio, former Vice President of the European Central Bank and former Governor of the Banco de Portugal



## AGENDA

26 oktober 2021  
Algemene ledenvergadering

4 november 2021  
ALM in the Roaring Twenties



8 november 2021  
Skill-based Monday  
Recruitment Interviews



24 november 2021  
Dutch Performance Measurement  
Round Table 2021



9 december 2021  
Skill-based Monday  
Healthy Habits



## LET'S MEET!

# Onze afvaardiging in de Raad en Stichting van de Jaarverslaggeving

De Stichting voor de jaarverslaggeving heeft als doel de kwaliteit van de externe verslaggeving van organisaties en bedrijven in Nederland te bevorderen. Om hier vorm aan te geven heeft de stichting de 'Raad voor de Jaarverslaggeving' (RJ) in het leven geroepen. Namens CFA Society VBA Netherlands neemt Hikmet Sevdican (werkzaam bij Rabobank als Global Head Rabo Fund Management) plaats in het Stichtingsbestuur en is Ralph Ousen (werkzaam bij PGGM als Valuation Officer) raadslid.

De raad is het uitvoerende orgaan van de stichting en geeft concreet invulling aan de doelstelling van de stichting door het publiceren van 'Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving' en 'RJ-Uitingen'. Daarnaast brengt de Raad voor de Jaarverslaggeving advies uit aan de overheid en andere regelgevende instanties zoals de International Accounting Standard Board (IASB) en de European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG).

IFRS is uitsluitend verplicht voor de geconsolideerde jaarrekening van beursgenoteerde rechtspersonen. Alle andere Nederlandse rechtspersonen kunnen vrijwillig kiezen voor toepassing van IFRS of toepassing van de bepalingen in Titel 9 Boek 2 BW (en de Richtlijnen van de RJ). De RJ vervult een belangrijke functie als het expertise-orgaan in Nederland dat direct betrokken is bij de totstandkoming van IFRS door het leveren van commentaren aan IASB en door actief te participeren in EFRAG. De RJ streeft er naar relevante veranderingen in IFRS in de Richtlijnen te faciliteren, tenzij dat strijdig zou zijn met de Nederlandse wet. Daarnaast richt de RJ zich op bijzondere bedrijfstakken met specifieke regelgeving waaronder beleggingsentiteiten, banken, verzekeraars en pensioenfondsen. De RJ geeft ook nadere uitleg over elementen uit het bestuursverslag en de aspecten van corporate governance.



Wist u dat CFA Society VBA Netherlands ook vertegenwoordigd is in de Raad voor de Jaarverslaggeving? In deze editie van Let's meet een toelichting hierover en wat u als beleggingsprofessional hieraan heeft.

**Hikmet Sevdican RBA**



**Ralph Ousen RA RBA**



De RJ heeft negen raadsleden en een voorzitter en vergadert maandelijks. De negen raadsleden bestaan uit drie controleurs, drie opstellers en drie gebruikers van jaarrekeningen. Deze samenstelling is relevant om voldoende discussie en vervolgens voldoende draagkracht te creëren om de doelstelling te kunnen verwezenlijken. Vanuit een gebruikersperspectief is transparantie en eenduidigheid van verslaggeving een must, terwijl vanuit het belang van de opsteller keuzevrijheid (mede om zo goed mogelijk aan te sluiten bij de ondernemings specifieke situatie) en de administratieve lastendruk relevant zijn. De controleurs dienen een accountantsverklaring bij de verantwoording te leveren en voor hun is de controleerbaarheid van de verstrekte informatie van groot belang. Vanuit de verschillende gezichtspunten en belangen dient uiteindelijk een evenwicht te worden gevonden.

Voorbeelden van grote wijzigingen in IFRS afgelopen jaren waren o.a. IFRS 9 financial instruments, IFRS 16 leases en IFRS 15 opbrengstverantwoording. Deze wijzigingen

zijn voorbeelden waarbij er meer transparantie ontstaat voor u als investeerder. Momenteel loopt er een project voor IFRS primary financial statements, waarbij er meer regelgeving komt voor de inrichting van de primaire overzichten. Dit heeft o.a. betrekking op de functionele en categoriale indeling van de winst- en verliesrekening en het gebruik van winstbegrippen (zoals EBITDA) alsmede de samenstelling van het kasstroomoverzicht. Dit zijn voorbeelden waarbij de RJ zich sterk heeft gemaakt of sterkt maakt voor de totstandkoming daarvan.

De RJ faciliteert veelal de mogelijkheid om deze IFRS regelgeving toe te kunnen passen binnen de Nederlandse richtlijnen. Echter blijven er verschillen ontstaan in toepassing of opties. Zo is het off-balance van operationele leases onder de RJ nog steeds gangbaar. Een relevant verschil wanneer de EBITDA of leverage beoordeeld wordt door u als investeerder.

Ook de komende tijd worden er relevante ontwikkelingen verwacht. De roep voor non-financial information is steeds groter

geworden en zowel de IASB als de EFRAG werken hard aan regelgeving hiervan hetgeen op korte termijn verplicht gaat worden voor een grote groep ondernemingen. De RJ evalueert momenteel haar rol en positionering op dit vlak.

De RJ bestaat naast het Stichtingsbestuur en de raad ook uit een RJ staf en diverse werkgroepen. Meer informatie is terug te vinden op [www.rjnet.nl](http://www.rjnet.nl). CFA Society VBA Netherlands biedt de unieke mogelijkheid om gebruikers (en logischerwijs dus ook leden van de vereniging die actief zijn als investeerder) te verbinden met de raad. Mocht u als investeerder vragen of interesse hebben in dit vakgebied en/of mogelijk een rol zou willen vervullen in bijvoorbeeld een van de werkgroepen als investeerder, neem dan graag contact op met [irma.willemsen@cfavba.nl](mailto:irma.willemsen@cfavba.nl)

*Hikmet Sevdican*

*Ralph Ousen*

# Duurzaamheidsinformatie als katalysator

## MEER TRANSPARANTIE VAN INVESTEE COMPANIES MOET DE BELEGGER ONDERSTEUNEN BIJ EEN DUURZAMER BELEGGINGSBELEID

Nancy Kamp

### INLEIDING

De ontwikkeling naar een duurzame economie gericht op economische, milieu en sociale waardecreatie voor alle stakeholders krijgt steeds meer draagvlak. Met name de urgentie voor klimaatmaatregelen wordt onderkend. Mondiaal zien we steeds meer extreme weeromstandigheden die ondernemingen en hun keten raken. Ook de financiële impact van klimaatverandering wordt steeds meer zichtbaar. De versnelde transitie naar een CO<sub>2</sub>-neutrale economie in 2050 leidt tot bedrijfsrisico's én kansen. Dit krijgt ook zijn weerslag in de jaarrekening. Het Europese Actie Plan Financiering van Duurzame Groei uit 2018 is erop gericht om de investerings- en financieringsstroom meer richting duurzame economische activiteiten te brengen (EC, 2018).

Duurzaamheid is breder dan alleen klimaat en omvat andere milieuaspecten zoals biodiversiteit, maar ook sociale aspecten, werknemersomstandigheden en economische aspecten zoals innovatie, eerlijke mededinging en preventie van corruptie en omkoping. Voor beleggers is er een belangrijke rol weggelegd. Via keuzes in beleggen kunnen zij namelijk een belangrijke toegevoegde waarde leveren aan de transitie naar een duurzame economie. Tegelijkertijd moeten zij in een economie die

geraakt wordt door mondiale uitdagingen op economisch, sociaal en milieugebied, alert zijn op de impact die dit kan hebben op de financiële waarde van hun beleggingen. Het vraagt van beleggers een lange termijn perspectief.

Beleggers hebben voor hun besluitvorming duurzaamheidsinformatie van goede kwaliteit nodig, maar geven aan dat relevante informatie onvoldoende beschikbaar is en niet de vereiste kwaliteit heeft (EY, 2020). Bij *investee companies* blijkt uit informatie die gepubliceerd wordt dat duurzaamheid nog onvoldoende is ingebed in de kernprocessen van de onderneming (Kamp-Roelands e.a., 2019). Nieuwe Europese wetgeving zal er in de nabije toekomst toe moeten leiden dat beleggers relevante, vergelijkbare en betrouwbare duurzaamheidsinformatie ter beschikking krijgen, die bovendien goed toegankelijk is via een European Single Access Point. Ook de accountant krijgt een rol via de toekomstige, verplichte assurance-opdracht bij duurzaamheidsinformatie.

In de eerste paragraaf van dit artikel wordt de impact van duurzaamheid op de jaarrekening en het bestuursverslag besproken. De tweede paragraaf behandelt de veranderingen in Europese wet- en regelgeving die beleggers moeten ondersteunen om

**Prof. dr. Nancy Kamp-Roelands RA**  
bijzonder hoogleraar  
niet-financiële  
informatie, integrated  
reporting en  
assurance Rijks-  
universiteit Groningen





betere informatie ter beschikking te krijgen. In de derde paragraaf wordt besproken welke impact dit heeft op de verantwoordelijkheid van *investee companies*, inclusief de rol van de accountant in business, en in de vierde paragraaf de rol van de externe accountant met betrekking tot de kwaliteit van informatie.

## DUURZAAM BELEGGEN EN DE BESCHIKBAARHEID VAN OPENBARE INFORMATIE

De Europese Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) vraagt van alle financiële marktdeelnemers, waaronder banken en verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsondernemingen, onder meer transparantie over hun eigen duurzaamheidsbeleid (Europees Parlement en de Raad, 2019). Hiervoor zijn de beleggingsproducten en -diensten ingedeeld in een voor duurzaamheid oplopende gradatie in lijn met het dubbele materialiteitsprincipe van de Europese Commissie (impact van duurzaamheid op de financiële resultaten van het product of de dienst en impact van het product of de dienst op duurzaamheid):

- Artikel 6.2: Financiële impact van duurzaamheid op het product: Voor alle producten wordt het duurzaamheidsrisico van het product bepaald. Het duurzaamheidsrisico is een (mogelijke) materiele negatieve impact van een milieu, sociale of milieugebeurtenis of -aspect op de investering;
- Artikel 7: Impact van het product op duurzaamheid: Voor alle producten worden de ongunstige effecten (*principal adverse impacts*) op duurzaamheidsfactoren vastgesteld. Hierbij zijn duurzaamheidsfactoren omschreven als milieu, sociale en personeelsaangelegenheden, respect voor mensenrechten, preventie van corruptie en omkoping;
- Artikel 8: Actief bijdragen aan duurzaamheid: De financiële producten die milieu en sociale kernmerken promoten; en
- Artikel 9: Impactgericht: De financiële producten die een duurzaamheidsdoelstelling hebben.

Om dergelijke analyses nu en in de toekomst te kunnen maken hebben beleggers onder meer duurzaamheidsinformatie nodig over de *investee company* waarin zij investeren. Het jaarverslag met daarin de jaarrekening en het bestuursverslag vormt een belangrijke bron van informatie voor de belegger. De jaarrekening van een *investee company* geeft met name inzicht in de directe financiële impact van duurzaamheid. Met name voor klimaataspecten wordt dit steeds beter zichtbaar. De International Accounting Standards Board (IASB) heeft daarom voor opstellers van de jaarrekening een document gepubliceerd (IASB, 2020) waarin wordt uitgelegd op welke manier klimaataspecten van invloed kunnen zijn op de verschillende posten in een jaarrekening. Er wordt hierbij uitleg gegeven over de interpretatie van bestaande International Financial Reporting Standards (IFRS) met betrekking tot de klimaataspecten, die overigens niet hebben geleid tot wijzigingen in de IFRS.

Bij de *investee companies* kan de transitie naar een duurzame economie resulteren in een behoefte aan andere producten en diensten. De strengere wet- en regelgeving op klimaatgebied, of structureel mindere vraag naar producten, kan ertoe leiden dat de levensduur van vaste activa korter is dan gepland en dat de

restwaarde van activa sterk is verminderd. Dit komt tot uitdrukking in de vervroegde afwaardering van activa. Bijvoorbeeld, in de auto-industrie waarbij versneld wordt geïnvesteerd in nieuwe modellen elektrische auto's die gemaakt zijn van materialen die minder schadelijk zijn voor het milieu. Ook kan het zijn dat er voorzieningen moeten worden getroffen om milieuschade te herstellen of voor een herstructurering van activiteiten. Omdat er bij het maken van schattingen of het vormen van een oordeel meer onzekerheden kunnen zijn, wordt het geven van inzicht in de gebruikte bronnen belangrijker. Als gevolg van de toenemende onzekerheden kunnen toekomstige *cash flows* meer gaan fluctueren. Tegelijkertijd zijn er ook kansen voor ondernemingen, zoals nieuwe vormen van groene energie, circulaire producten en het omzetten van opgeslagen CO<sub>2</sub> in bouwmaterialen. Dit vraagt om extra kapitaaluitgaven voor milieubesparende investeringen in gebouwen en machines en om extra operationele uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling gericht op duurzame innovatie of om nieuwe marktkansen vorm te geven (IASB, 2020).

---

### EUROPESE WETGEVING MAAKT DAT ER MEER DUURZAAMHEIDSINFORMATIE BESCHIKBAAR KOMT

---

Niet alle duurzaamheidsaspecten hebben echter een onmiddellijke financiële impact: het kan enige tijd duren voordat het financiële effect zichtbaar wordt. Ook worden de financiële implicaties van duurzaamheidsaspecten vaak afgewenteld op de maatschappij, omdat een directe relatie met de veroorzaker(s) ontbreekt of omdat milieu- en sociale impacts (nog) geen prijs hebben. Voor een juiste risico-inschatting zouden beleggers zo veel mogelijk met de toekomstige impacts rekening moeten houden. Het bestuursverslag bevat informatie over het bedrijfsmodel van de onderneming, de strategie, doelstellingen, risicomanagement, activiteiten en prestatie-indicatoren en toekomstige ontwikkelingen en vormt daarom, in aanvulling op de jaarrekening, een belangrijke informatiebron voor de toekomstige financiële impact van duurzaamheid.

Beleggers kunnen voor het bepalen van de impact van het product op duurzaamheid (artikel 7), de duurzaamheidskenmerken van het product (artikel 8) of de duurzaamheidsimpact van het product (artikel 9) informatie halen uit het bestuursverslag van een onderneming en eventuele aanvullende meer gedetailleerde verslagen, zoals een impactverslag. De Nederlandse wetgever heeft in het verleden voor de optie gekozen om de Europese Non-Financial Reporting Directive (NFRD) te verankeren in de wetgeving met betrekking tot het bestuursverslag en niet voor de optie om de informatie in een afzonderlijk duurzaamheidsverslag verplicht te stellen (Europees Parlement en de Raad, 2014). De duurzaamheidsfactoren die worden genoemd om de ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren te evalueren zijn op hoofdlijnen ook de duurzaamheids-

onderwerpen waarover *investee companies*, die onder de NFRD vallen, al rapporteren. Als de CSRD in werking gaat treden zal nog meer gedetailleerde informatie beschikbaar komen.

## ONTWIKKELINGEN IN EUROPESE WET- EN REGELGEVING LEIDEN ERTOE DAT *INVESTEE COMPANIES* MEER GAAN RAPPORTEREN OVER DUURZAAMHEID

De volgende ontwikkelingen in Europese wet- en regelgeving zullen beleggers verder ondersteunen bij het beschikbaar stellen van relevante, tijdige, vergelijkbare en betrouwbare duurzaamheidsinformatie door *investee companies*:

- De Taxonomieverordening (Taxonomie): Hierin wordt vastgelegd wat verstaan wordt onder ‘ecologisch duurzame economische activiteiten’. Dit moet ‘*greenwashing*’ voorkomen en de vergelijkbaarheid van duurzame economische activiteiten tussen *investee companies* vergroten. Deze verordening wordt verankerd in bestaande en toekomstige Europese wetgeving waarin duurzaamheid een rol speelt (Europees Parlement en de Raad, 2020).
- De Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)<sup>1</sup> die strekt tot wijziging van de NFRD (EC, 2021c).

De Taxonomie kan samen met de bijbehorende gedelegeerde wetgeving worden omschreven als een woordenboek dat beschrijft wat onder ‘duurzame economische activiteiten’ moet worden verstaan. Hierbij wordt begonnen met een omschrijving van ecologisch duurzame activiteiten. Deze activiteiten dienen te voldoen aan drie cumulatieve voorwaarden:

1. aanzienlijk bijdragen aan tenminste één van de zes milieudoelstellingen die gedefinieerd zijn in de Taxonomie en verder zijn uitgewerkt als *Technical Screening Criteria* (TSC) en wettelijk zijn verankerd via gedelegeerde wetgeving (EC, 2021a); en
2. *Do No Significant Harm* (DNSH) principe, ofwel geen significante schade aanbrengen aan de overige vijf milieudoelstellingen zoals omschreven in de TSC; en
3. voldoen aan minimale maatschappelijke en ethische gedragscodes (*social safeguards*).

Om aantrekkelijk te blijven voor investeerders moeten *investee companies* in hun strategie en beleid anticiperen op de nieuwe classificering van ecologisch duurzame economische activiteiten. Veel ondernemingen waren hier al mee bezig, maar de aandacht voor de uniforme classificering vraagt om een boekhoudkundige aanpassing.

De Taxonomie heeft ook impact op de informatie in het bestuursverslag van *investee companies*. Artikel 8 van de Taxonomie verplicht dat ondernemingen die onder de NFRD vallen<sup>2</sup> in hun bestuursverslag vanaf verslagjaar 2021 moeten laten zien welk deel van hun omzet, kapitaaluitgaven (*Capital Expenditures*, afgekort als CAPEX) en operationele uitgaven (*Operating Expenditures*, afgekort als OPEX) gerelateerd zijn aan duurzame economische activiteiten in de zin van de Taxonomie. Om de vergelijkbaarheid te faciliteren moeten ondernemingen volgens een vastgestelde template rapporteren. De bedoeling is dat het

percentage dat in overeenstemming is met de Taxonomie in de loop der jaren flink stijgt. De Taxonomie moet worden gezien als een ‘*living document*’ waarbij aanvullingen en wijzigingen in de *thresholds* (alvorens iets als duurzaam geassocieerd kan worden) mogelijk zijn. De invulling van duurzaamheid is immers een voortschrijdende ontwikkeling. Daarom is er een *Platform on Sustainable Finance* dat dit zal monitoren, en de Europese Commissie zal adviseren (EC, 2021b).

## DUURZAAMHEID KRIJGT EEN GROTERE IMPACT OP DE FINANCIËLE RESULTATEN IN DE JAARREKENING

Naast de Taxonomie, bestaat het richtlijnvoorstel van de CSRD. Wanneer deze wordt aangenomen moeten **alle** grote ondernemingen<sup>3</sup> en alle op gereguleerde markten binnen de EU genoteerde ondernemingen (met uitzondering van beursgenoteerde micro-ondernemingen), duurzaamheidsinformatie opnemen in het bestuursverslag.<sup>4</sup> De gevraagde informatie is veel gedetailleerder dan wat nu in de NFRD staat voorgeschreven. Bovendien was de scope van de NFRD aanzienlijk beperkter; alleen grote organisaties van openbaar belang met meer dan 500 werknemers. De CSRD moet leiden tot een enorme toename van beschikbare duurzaamheidsinformatie. Tabel 1 geeft een samenvattend overzicht van de voorgestelde duurzaamheidsinformatie in het CSRD richtlijnvoorstel.

Tabel 1  
Duurzaamheidsinformatie in het CSRD richtlijnvoorstel

Het bedrijfsmodel, de veerkracht ten aanzien van duurzaamheidsrisico's en kansen, de strategie van de onderneming, inclusief de overgang naar een duurzame economie en aansluiting met het Parijsakkoord, de dialoog met belanghebbenden en de wijze waarop de strategie wordt uitgevoerd

De vastgestelde doelstellingen met betrekking tot duurzaamheidsaspecten en van de vooruitgang die de onderneming heeft geboekt bij het bereiken van die doelstellingen

De rol van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen ten aanzien van duurzaamheidsaspecten

Het beleid van de onderneming ten aanzien van duurzaamheidsaspecten

Risicomanagement en toegepaste zorgvuldigheidsprocedure met betrekking tot duurzaamheidsaspecten

Indicatoren relevant voor bovenstaande informatie

De gevraagde informatie bevat toekomstgerichte en retrospectieve informatie, kwalitatieve en kwantitatieve informatie en is breder dan de verslaggevingsgrenzen die gebruikelijk zijn in financiële verslagen. De informatie bevat, in voorkomende gevallen, informatie over de waardeketen van de onderneming,

met inbegrip van de eigen activiteiten, producten en diensten van de onderneming, haar zakelijke betrekkingen en haar toeleveringsketen. Er wordt ook gevraagd om in het bestuursverslag verwijzingen op te nemen naar bedragen die opgenomen zijn in de financiële overzichten, inclusief de jaarrekening en waar relevant aanvullende uitleg te geven. Verder wordt van ondernemingen verwacht om ook informatie op te nemen over immateriële activa, inclusief informatie over intellectueel, menselijk, sociaal en relationeel kapitaal.

Het CSRD richtlijnvoorstel noemt ook de verschillende ecologische, sociale en governance-aspecten die relevant zijn in het kader van duurzaamheid. Het uitgangspunt bij de duurzaamheidsinformatie die *investee companies*, die onder de CSRD vallen, moeten opstellen is dat dit informatie is die nodig is om (a) inzicht te krijgen in de effecten van de onderneming op duurzaamheidsaspecten en (b) te begrijpen hoe duurzaamheidsaspecten van invloed zijn op de ontwikkeling, de prestaties en de positie van de onderneming. De Europese Commissie noemt dit het dubbele materialiteitsprincipe. De hoofdlijnen van wat er gerapporteerd moet worden staan in de wetgeving, de details komen in de Europese standaarden voor duurzaamheidsrapportage. De Europese Commissie heeft de *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) gevraagd deze standaarden uit te werken (EFRAG, 2021). Daarbij wordt gebruik gemaakt van bestaande internationale richtlijnen op duurzaamheidsgebied, zoals die van *Global Reporting Initiative*, die op dit moment het meest wordt toegepast door ondernemingen wereldwijd (KPMG, 2020).

De ondernemingen die onder de CSRD gaan vallen moeten voor de verplichte duurzaamheidsinformatie een externe assurance-opdracht uit laten voeren. Deze assurance-opdracht is gericht op het verkrijgen van een beperkte mate van zekerheid over de betrouwbaarheid van informatie. Afhankelijk van de keuze die een lidstaat maakt bij implementatie van de CSRD, kan deze assurance-opdracht worden uitgevoerd door de externe accountant en/of een andere geaccrediteerde auditor. Ook de indicatoren die in het kader van artikel 8 van de Taxonomie worden gerapporteerd en de informatie die moet worden aangeleverd aan het *European Single Access Point* zijn dan onderwerp van de assurance-opdracht.

Internationaal is een andere ontwikkeling gaande. De *International Sustainability Standards Board* is opgericht onder toezicht van de *International Financial Reporting Standards* (IFRS) Foundation Trustees (IFRS, 2021). Hoewel de ambitie is zich te richten op waardecreatie in brede zin, wordt eerst gestart met klimaatinformatie. De internationale sustainability standaarden van de IFRS Foundation zullen net als de financiële verslaggevingsstandaarden gericht zijn op informatie die relevant is voor de besluitvorming van investeerders en andere financiële stakeholders.

Omdat duurzaamheidsinformatie steeds belangrijker wordt voor het functioneren van financiële markten wordt de rol van de financiële toezichthouders verbreed. Zij zullen toezicht

houden op een goede kwaliteit van duurzaamheidsinformatie die investeerders ontvangen. Ook geven zij in Europees verband advies aan de Europese Commissie over de inrichting van wet- en regelgeving.

## WAT MAG WORDEN VERWACHT VAN DE *INVESTEE COMPANIES*?

Het bestuur van *investee companies* is ervoor verantwoordelijk dat de informatie in de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de activa, de passiva, de financiële positie en de winst of het verlies van de onderneming. Het bestuursverslag dient een getrouw overzicht te geven van de ontwikkeling en de resultaten van de onderneming en van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee zij geconfronteerd wordt. Als de CSRD van toepassing wordt, breidt deze verantwoordelijkheid zich uit voor de wettelijke duurzaamheidsinformatie in het bestuursverslag. De bestaande rapportagesystemen moeten worden aangepast aan de nieuw te rapporteren duurzaamheidsinformatie. Er zullen voldoende interne controlemaatregelen moeten worden ingevoerd om deze informatie op een acceptabel kwaliteitsniveau te brengen. Het is daarom relevant dat intern de financiële kolom betrokken wordt bij dit rapportageproces. Accountants in business, controllers en interne auditors kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan de kwaliteit van duurzaamheidsinformatie. Ook bij de audit comités, waarin vaak een of meerdere accountants zitting hebben, moet de kwaliteit van duurzaamheidsinformatie expliciet op de agenda komen.

---

## DE ACCOUNTANT KAN BELANGRIJKE ROL SPELEN BIJ KWALITEIT DUURZAAMHEIDSINFORMATIE

---

Daarnaast hebben de ontwikkelingen in wet- en regelgeving voor de *investee companies* een organisatorische impact. Er kan immers pas over de gevraagde onderwerpen worden gerapporteerd als er concreet een duurzaamheidsbeleid aanwezig is en als duurzaamheid is ingebed in het risicomanagement. De *Task Force for Climate Related Financial Disclosures* (TCFD) geeft aan dat er slecht wordt gerapporteerd over scenario-analyse en risicomanagement omdat dit ontbreekt in de onderneming (TCFD, 2020). Tot slot kunnen *investee companies* de verwachtingen van investeerders met betrekking tot duurzaamheid in kaart brengen en daaruit lering trekken.

## WAT MAG WORDEN VERWACHT VAN DE CONTROLLEREND ACCOUNTANT?

Het doel van de wettelijke accountantscontrole is vastgelegd in Europese wetgeving en in Nederland vastgelegd in het Burgerlijk Wetboek. Het doel omvat het vaststellen dat de jaarrekening een getrouw beeld geeft overeenkomstig de toepasselijke voorschriften voor de financiële verslaggeving (bijvoorbeeld IFRS), en dat de jaarrekening aan de wettelijke vereisten voldoet. Met betrekking tot het bestuursverslag moet de accountant verkla-

ren dat het bestuursverslag volgens de wettelijke vereisten is opgesteld en dat het verenigbaar is met de financiële overzichten voor hetzelfde boekjaar. Als er tijdens de jaarrekeningcontrole verkregen kennis en begrip omtrent de onderneming en haar omgeving, materiële onjuistheden in het bestuursverslag zijn vastgesteld, dan moet dit met opgave van de aard van deze onjuistheden worden opgenomen in de accountantsverklaring. Voor de ondernemingen die nu onder de NFRD vallen betekent dit dat de accountant ook beperkte werkzaamheden verricht met betrekking tot de wettelijk verplichte niet-financiële informatie over duurzaamheid. Deze werkzaamheden hebben echter niet de reikwijdte van een assurance-opdracht die in de CSRD wordt voorgesteld (zie later in deze paragraaf). Een accountantsverklaring is gericht op de kwaliteit van informatie en zegt niet hoe goed of slecht de prestaties of ambities van een onderneming zijn.

---

## DUURZAAMHEID IS EEN BEGRIP WAARVAN DE INVULLING STEEDS EVOLUEERT

---

Recent heeft de *International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB) aandachtspunten gepubliceerd op het gebied van klimaatinformatie voor de accountant betrokken bij de accountantscontrole van de jaarrekening (IAASB, 2020). Hierin wordt aandacht gevraagd voor risico's van een mogelijke afwijking van materieel belang in de klimaatinformatie en de consequenties voor de aard, timing en diepgang van de uitvoering procedures. Bijvoorbeeld bij het verkrijgen van inzicht in de organisatie moet de accountant informatie verzamelen in hoeverre bedrijfsrisico's kunnen leiden tot een risico op een mogelijke afwijking in de informatie in de jaarrekening. Hierbij wordt informatie verzameld over het bedrijfsmodel en in hoeverre dat geraakt wordt door klimaatrisico's, hoe dit gemonitord wordt door het bestuur en de raad van commissarissen, en in hoeverre klimaataspecten die de bedrijfsvoering raken van invloed kunnen zijn op de beschikbaarheid van financiële middelen (bijvoorbeeld als er geen leningen meer worden verstrekt voor CO<sub>2</sub> intensieve projecten). Ook bevat de jaarrekening verschillende posten waarbij schattingen worden gemaakt, bijvoorbeeld ten aanzien van de waarde van olie-reserves. Daarbij kunnen zich meningsverschillen voordoen over de onderliggende veronderstellingen en de databronnen waarop deze gebaseerd zijn. Daar waar de risico's op een mogelijke afwijking van materieel belang het grootst zijn, vindt de meeste diepgang in omvang, aard en timing van de werkzaamheden plaats. Deze aandachtspunten ziet men terug in het assurance-rapport onder het kopje *key audit matters*. Een voorbeeld dat veel publiciteit kreeg was de accountantsverklaring bij de jaarrekening van Shell waarbij als *key audit matter* werd opgenomen dat de financiële impact van klimaatverandering en de energietransitie extra aandacht heeft gekregen tijdens de accountantscontrole, omdat dit een relevante impact heeft op verschillende posten in de jaarrekening waar oordeelsvorming

of schattingen plaatsvinden. Er wordt ook aangegeven dat het informatierisico is verhoogd als gevolg van toenemende aandacht voor klimaat door investeerders en toezichhouders.

Omdat de financiële impact van duurzaamheid steeds zichtbaarder wordt in de jaarrekening wordt ook de aansluiting met de informatie in het bestuursverslag relevanter. Als het CSRD richtlijnvoorstel wordt aangenomen, zal het vanaf verslagjaar 2023 verplicht worden een assurance-opdracht uit te laten voeren die gericht is op het verkrijgen van een beperkte mate van zekerheid. Bij deze assurance-opdracht is de diepgang van de werkzaamheden beperkter dan bij een assurance-opdracht gericht op het verkrijgen van een redelijke mate van zekerheid (zoals de controle van de jaarrekening). Ook de aard en timing van de werkzaamheden kan anders zijn. Daarom moeten de verrichte werkzaamheden op hoofdlijnen worden beschreven in het assurance-rapport. Bij een beperkte mate van zekerheid zal de accountant of andere auditor een negatief geformuleerde conclusie geven in de strekking van "... dat op basis van de verrichte werkzaamheden niet is gebleken dat de informatie niet is opgesteld in overeenstemming met de criteria (in dit geval de CSRD en de sustainability standaarden)." Er is in tegenstelling tot een opdracht gericht op een redelijke mate van zekerheid een groter risico op een afwijking van materieel belang (ten opzichte van de gehanteerde criteria). Een afwijking van materieel belang is niet alleen een fout, maar betreft ook relevante informatie die is weggelaten of informatie waarbij positieve en negatieve informatie over de onderneming niet in balans is. De afwijking kan in de beschrijvende of kwantitatieve informatie zitten, maar kan ook de presentatie betreffen. Het is belangrijk dat beleggers zowel de accountantsverklaring bij de jaarrekening als het assurance-rapport bij de duurzaamheidsinformatie goed lezen.

In Nederland voldoen de standaarden voor assurance-opdrachten bij duurzaamheidsinformatie aan de internationale standaarden die accountants wereldwijd moeten volgen. Zij zijn uitgegeven door de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants. De accountant moet deze standaarden volgen. De bedoeling is dat de Europese Commissie – als de CSRD wordt aangenomen – assurance-standaarden gaat ontwikkelen.

De controlerend accountant zal snel moeten schakelen. Er is aanvullende expertise nodig in de vorm van multidisciplinaire teams. Duurzaamheid bestaat uit verschillende onderwerpen die verschillende expertise vergen. De grotere accountantskantoren in Nederland hebben weliswaar afzonderlijke sustainability-afdelingen met multidisciplinaire teams, maar ook de controlerend accountant betrokken bij de wettelijke jaarrekeningcontrole zal kennis en ervaring op moeten doen om de eindverantwoordelijkheid te kunnen nemen voor dergelijke assurance-opdrachten.

## CONCLUSIES

De verschillende nieuwe Europese wetgeving zal ertoe leiden dat er meer duurzaamheidsinformatie voor beleggers beschikbaar komt. De jaarrekening en het bestuursverslag vormen twee belangrijke bronnen van informatie. De kwaliteit van de duur-

zaamheidsinformatie is primair de verantwoordelijkheid van de onderneming die de informatie opstelt. Om de opsteller hierbij te ondersteunen komen er Europese standaarden voor duurzaamheidsinformatie. De benodigde kwaliteit (relevantie, vergelijkbaarheid, betrouwbaarheid) van de informatie voor de besluitvorming van de gebruiker speelt een belangrijke rol bij het type informatie dat verstrekt wordt. Beleggers zetten sterk in op vergelijkbaarheid. Hoewel vergelijkbaarheid erg relevant is voor analyses, zou het jammer zijn als de verplichtingen te veel worden gestandaardiseerd. Hiermee ontstaat het risico dat de informatie onvoldoende gaat aansluiten op wat voor de onderneming in casus het meest relevant is voor de bedrijfsvoering, nu en in de toekomst. Mij lijkt dat een belegger ook juist daar inzicht in wil hebben. Verder is duurzaamheid een dynamisch begrip en de invulling zal in de loop der tijd blijven veranderen. De dialoog tussen stakeholders zorgt ervoor dat informatieprocessen hierop aangepast blijven, zodat de juiste informatie beschikbaar blijft en ook de beleggingsportefeuille aansluit bij de laatste ontwikkelingen op het gebied van duurzaamheid.

Daarnaast gaat de rol van accountants veranderen. De expertise van accountants op het gebied van financiële informatie en onderliggende betrouwbare informatieprocessen kunnen zij ook gaan inzetten op het gebied van duurzaamheidsinformatie. De internationale organisaties IASB en IAASB publiceren op regelmatige basis aanbevelingen om de accountant te informeren over duurzaamheidsaspecten met betrekking tot de jaarverslaggeving, respectievelijk de controle daarvan. Het kan ook voor beleggers interessant zijn deze ontwikkelingen te volgen en duidelijk hun verwachtingen kenbaar te maken. Zij zijn immers belangrijke gebruikers van de verslaggeving en de daarin opgenomen assurance-rapporten.

#### Literatuur

- EFRAG, 2021, Commissioner McGuinness invites EFRAG to start technical work on draft sustainability reporting standards and proceed with governance reforms as soon as possible, rapport op <https://www.efrag.org/News/Public-292/Commissioner-McGuinness-invites-EFRAG-to-start-technical-work-on-draft>.
- Europese Commissie, 2021a, Gedelegeerde Verordening van de Commissie van 4.6.2021 tot aanvulling van Verordening (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de Raad door technische screeningcriteria vast te stellen om de voorwaarden te bepalen waaronder een specifieke economische activiteit kan worden aangemerkt als substantieel bijdragend aan de mitigatie van klimaatverandering of de adaptatie aan klimaatverandering, en om uit te maken of die economische activiteit niet ernstig afbreuk doet aan een van de andere milieudoelstellingen. Brussel, verordening op [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:d84ec73c-c773-11eb-a925-01aa75ed71a1.0010.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:d84ec73c-c773-11eb-a925-01aa75ed71a1.0010.02/DOC_1&format=PDF).
- Europese Commissie, 2021b, Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy, Strasbourg, rapport op [https://ec.europa.eu/finance/docs/law/210704-communication-sustainable-finance-strategy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/docs/law/210704-communication-sustainable-finance-strategy_en.pdf).
- Europese Commissie, 2021c, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn (EU) nr. 537/2014 betreffende duurzaamheidsrapportage door ondernemingen, Brussel, 21.4.2021 COM(2021) 189 final, richtlijnvoorstel op <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0189&from=EN>.

- Europese Commissie, 2020k Overview of sustainable finance, Brussel, overzicht op [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/what-sustainable-finance\\_nl](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/what-sustainable-finance_nl).
- Europese Commissie, 2018, Actieplan: duurzame groei financieren. Europese Commissie, Brussel, rapport op <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/nl/ALL/?uri=CELEX%3A52018DC0097>.
- Europees Parlement en de Raad, 2020, Verordening (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de Raad van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088, verordening op <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>.
- Europese Parlement en de Raad, 2019, Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiële dienstensector, verordening op <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/ALL/?uri=CELEX:32019R2088>.
- Europees Parlement en de Raad, 2014, Richtlijn 2014/95/EU van het Europees Parlement en de Raad van 22 oktober 2014 tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen, richtlijn op <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?qid=1615912441630&uri=CELEX%3A32013L0034>.
- EY, 2020, EY Climate Change and Sustainability Services Institutional Investor survey, rapport op [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/assurance/assurance-pdfs/ey-global-institutional-investor-survey-2020.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/assurance/assurance-pdfs/ey-global-institutional-investor-survey-2020.pdf).
- International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS), 2021, Sustainability Reporting project page, overzicht op <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/sustainability-reporting/>
- International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), 2020, The Consideration of Climate-related Risks in an Audit of Financial Statement, Staff Audit Practice Alert October, rapport op <https://www.iaasb.org/publications/consideration-climate-related-risks-audit-financial-statement>.
- Kamp-Roelands N, Van den Ende H, Jong MD, 2019, Klimaatgerelateerde informatie in het jaarverslag, Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie 93(11/12): 377-389, artikel op <https://doi.org/10.5117/mab.93.46442>.
- KPMG, 2020, The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020, rapport op <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2020/11/the-time-has-come-survey-of-sustainability-reporting.html>.
- TCFD, 2020, Task force on Climate-Related Financial Disclosures – Status report 2020, rapport op <https://www.fsb-tcfd.org/publications/>.

#### Noten

- 1 De Nederlandse vertaling gebruikt de benaming Richtlijn Niet-Financiële Informatie voor de NFRD en Duurzaamheidsrapportage-richtlijn voor CSRD. De Richtlijn Niet-Financiële informatie is in Nederland verankerd in het Besluit Niet-Financiële Informatie en het Besluit Diversiteit.
- 2 Onder het Besluit Niet-Financiële Informatie vallen grote organisaties van openbaar belang met meer dan 500 werknemers.
- 3 Europese definitie van een grote onderneming in het jaarrekeningenrecht:  
Er moet 2 opeenvolgende jaren voldaan zijn aan 2 van de 3 voorwaarden: 250 werknemers of meer en meer dan 20 miljoen euro balanstotaal of meer dan 40 miljoen euro omzet.
- 4 Met ingang van 1 januari 2024 (verslagjaar 2023) en met ingang van 1 januari 2026, kleine en middelgrote beursgenoteerde ondernemingen.

# From Accounting-Based Valuations to ESG Culture-Based Valuations

## GOVERNANCE AS DRIVER OF PERFORMANCE

*Didier Cossin and Pascal Botteron*

### INTRODUCTION

Accountancy is one of the oldest branches of economics and finance. Originally used to help run a business, it has rapidly allowed other functionalities such as raising taxes for monarchies and gradually enabling compliance controls, providing investors, boards, management, and regulators with quantitative supervisory or decision-making information, also exploited in making business or investment decisions.

In this article, we are focusing on the evolution of modern accounting-based valuation methodologies used to make investment decisions and we explain how intangibles' predominant importance in valuations lead to alternative methods. As modern integrated reporting attempts to include all sources of capital beyond financial capital (notably human, natural, societal, manufactured, and intellectual, see International Integrated Reporting Council (IIRC), the Global Reporting Initiative (GRI) and International Federation of Accountants (IFAC)), reporting is evolving towards a more evolved narrative that requires new tools of analysis. We illustrate these with natural language analysis and explain why this leads to stronger analytics in a modern world.

With the recent technological innovations & societal developments many assets in a company cannot be valued

traditionally. The issue goes beyond traditional intangible assets valuation. In addition to the technological “options” held and executed by a company (think intellectual property or business model adaptation), other aspects are impacting the valuation of a company. Among them, an important one is taking more and more importance: the culture of a company.

It has been well known for long and demonstrated in several researches over the last 10 years that a good culture creates value. For example Edmans (2011), showed that the 100 best companies to work for outperformed their peers in terms of stock returns by more than 2% a year over 1984–2009. Also, these companies delivered earnings that systematically exceeded analyst expectations.

In this context, the important developments in ESG (Environment, Social and Governance) aspects will be determinant in adding to the value of the company and as demonstrated in this paper, the quality of the governance within a company will be the central driver of the overall company intangible value.

In this article, we first review the link between accounting-based valuation and market valuation of companies to highlight the important gap that has widened over the last years. Then we

---

#### Didier Cossin

Professor of Governance and Finance at IMD in Lausanne and Founder and Director of the IMD Global Board Center




---

#### Pascal Botteron

Partner of Green Blue Invest (GBI)



introduce the concept of culture and how it is driven by the governance of a company and show how this culture adds significant value to the company. We conclude with some views on current and forthcoming practices in the governance area.

### ACCOUNTING-BASED VALUATION METHODOLOGIES ERODE

Overtime, accounting financial data has been at the origin of corporate valuation. Today, this is much less representative of a corporate valuation. Many new drivers of valuation have appeared and are partly or not part of the classical financial balance sheet. Often, we speak of the valuation of tangible assets vs the valuation of intangible assets, the sum of the two making the true corporate valuation.

### TANGIBLE ASSETS

Generally, the tangible assets (buildings, production capacity, land, equipment, furniture, inventory, securities, bitcoins, etc.) come in physical form, which means they can be identified and have an exchange value. The advantage of these assets are multiple: they can be depreciated; they are liquid and help a company to free cash if needs be; and they can be used as collateral to build leverage

### TRADITIONAL INTANGIBLE ASSETS

In comparison, intangible assets (goodwill, patents, brands, copyrights, etc.) come within a hypothetical form, which means they can also be identified but remain non-monetary assets without physical substance. The valuation of these intangible assets is linked to future economic returns for the company generated by these assets. The valuations of these assets are based on multiple assumptions, that are in general conservative to avoid too much tax exposure to a company. These assets are considered as a long-term asset that can be valued as these latter can be sold by the company. As an example, patents or software can be sold or monetized through licenses.

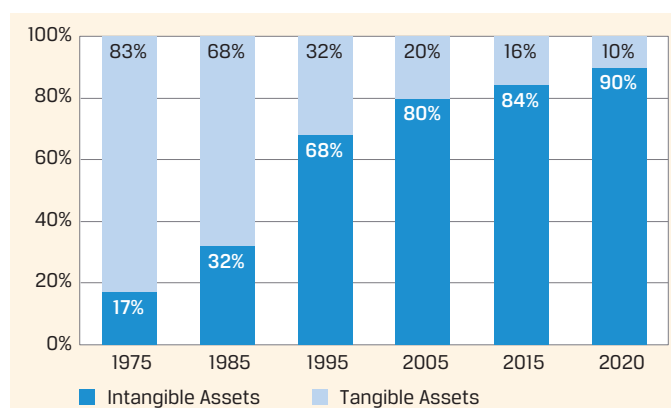
### CORPORATE CULTURE AS A NEW INTANGIBLE ASSET: THE INTANGIBLE CULTURE VALUE

In complement to traditional intangible assets, other components of a company valuation are hidden, which we qualify as the company's culture. By company culture, we mean values, objectives, attitudes and practices that characterize an organization at all its levels. Culture will thus include elements such as attitude towards ESG of an organization or agility towards technological reinvention. From a backward-looking standpoint, culture can be linked to branding or reputation. As an example, a brand recognition and reputation should generate additional economic returns for the company in the future, which is typically captured in the image of companies such as Coca-Cola or Apple. From a forward-looking perspective a good culture, adding collegial and societal values or enabling fast and prudent transformation can create future value. We fundamentally believe that these cultural aspects are becoming a dominant part of the intangible value of assets and thus of the overall value of a corporation or an investment.

### MARKET OBSERVATIONS OF INTANGIBLES

Figure 1 illustrates our assumptions that intangibles are representing most of the value of a company. This study of the valuation of the S&P500 market value by Ocean Tomo (2020) highlights the growing share of Intangible Asset Value within the overall S&P 500 value, demonstrating the importance and shift of intangible values taking a predominant place in today's corporate valuations. The first observation is that over the last 20 years, the part of intangible assets have been representing more than 80% of the market value of S&P500 companies. The second observation is that the trend is significant and leads to assume that intangible assets represent almost all the market valuation of a company.

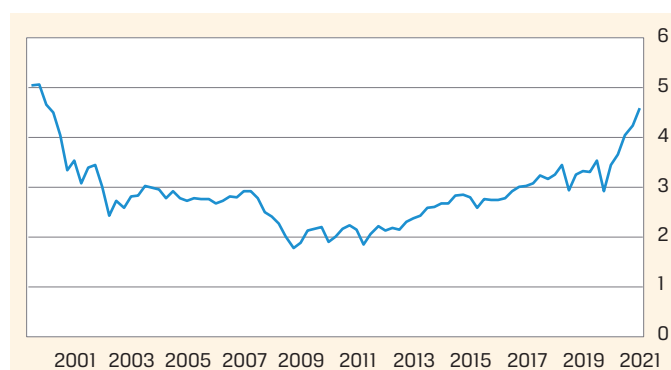
Figure 1  
S&P 500 Components of S&P 500 Market Value



Source: Ocean Tomo, LLC Intangible Asset Market Value Study, 2020

One could argue that growth in market value could be explained by the recent technological revolution, which is reflected in the growth of the Price-to-Book ratio. This is true as depicted on Figure 2, which highlights the evolution of the ratio over the last 20 years, demonstrating the importance and shift of intangible values taking a predominant place in today's corporate valuations. However, in the case of a major technological development, we believe that the ratio should have steadily increased over the last 20 years, which is not the evolution we have observed. We believe that an additional element – the Intangible Culture Value – should be considered and explain some of the difference.

Figure 2  
S&P 500 Price to Book Ratio



Source: <https://www.multpl.com/s-p-500-price-to-book>

In summary, market valuation aspects are driven today by intangible valuation elements. We believe that corporate valuation relies less and less on financial accounting-based valuation techniques. Over the last 30 years reality in terms of valuation has diverted from book values with market values of companies massively and growingly exceeding book values. Accounting-based valuation will remain more control data allowing compliance controls and will become more a check rather than a pilot engine for company analysts. The essence of market-based valuation will be based on intangible assets, where corporate culture will be one of the most significant intangible assets.

### INTANGIBLE CULTURE VALUE IS BECOMING MAINSTREAM IN CORPORATE VALUATION

As defined in the previous section, the corporate culture is becoming a key driver of a company value. It is hidden, not in the numbers, but at the same time when it is strong, it provides resilience, stability and flexibility to a company. As part of this, it is interesting to see that corporate culture is one of the major drivers chosen by millennials when they choose an employer (Gallup Survey, 2021). In particular and to support the growing importance of corporate culture, the survey highlights that millennials are prioritizing a sense of meaning to compensation when choosing a job. In this context, having a strong company brand and culture helps attract millennials and will keep them engaged.

As part of the cultural appreciation of a company, we can certainly mention three major drivers, where employees and stakeholders attached to a company identify themselves:

1. *Purpose* – why a business exists, how it develops its long-term vision and business models to grow and develop its savoir-faire. This is a strong identity that every stakeholder of the company will link this to his/her emotional view of the company
2. *Values* – how does the company shares fundamental values across all employees and its stakeholders; how the company defines, shares and lives the values is embedded within the supply chain of the company
3. *People* – how does the company looks after its people to create a good environment, thus encouraging creativity, motivation and positive life; collegiality aspects and social values are fundamental to achieve this

These three drivers form the corporate culture, which depends on the quality of the governance of the company. Governance is the ultimate driver of culture, as it steers and monitors the organization towards the culture it wants to reach. This is very clear in family businesses but real all over.

### GOVERNANCE AS THE SOURCE OF THE CORPORATE CULTURE

Governance is the art of decision making at the very top of organizations. It is a complex matter, involving different parties and organizational structures (board, exec com, owners, stakeholders) as well as leveraging many fields (law, economics, behavioral psychology, moral philosophy, control, regulatory

policy, leadership, etc.). If this decision-making works well, with a good balance of power among all involved parties, it will result in a clear firm strategy development and execution, a good management of the people, and optimal stakeholder management. This will benefit the company but also will result in a market over-performance in the long term, i.e. the cultural intangible value. As an observation many technological companies have re-enforced their technological edge with cultural elements – as a representative example Google has been leading it by endorsing a cultural identity with free meals, employee social gatherings, financial bonuses and open presentations by high-level executives. Other quirks include gyms, a dog-friendly environment, and parks, all culture defining elements. Employees are thought to be driven, talented and among the cream of the crop. As summarized by Richard Branson “Care about your employees and they will care for you”.

When governance is not efficient or simply does not work, it becomes very visible (think Boeing, Volkswagen, or FIFA scandals). A good governance is rarely publicly rewarded as scandals focus exclusively on negative news. Poor governance is penalized by markets. Very often, this penalty is triggered alongside other larger issues such as the 2008 or Covid-19 crises, where weak governance become more visible. We can show it also leads to continuous underperformance and not only during strong events. This penalty is measurable during the crisis and lasts post the crisis as governance issues are not solved in the middle or right after a market crisis. In now classical words, “You only find out who is swimming naked when the tide goes out,” as Warren Buffett has passed along to Berkshire Hathaway investors.

### THE QUALITY OF GOVERNANCE AS THE SOURCE OF THE INTANGIBLE CULTURE VALUATION

To evaluate the quality of governance and thereof the ability for the organization to steer towards its ideal culture, we can identify and measure the indicators of a good governance. Modern advances have given us new views of what truly creates good governance away from the mechanics of governance as assessed by MSCI, Bloomberg and proxy advisory. One of the authors’ work with many different organizations across the world has led him to a practical model of governance based on 4 pillars (Cossin, 2020):

1. *People Quality, Diversity, Focus and Dedication* that translates into members being accountable, strategic, focused, knowledgeable, and dedicated for a good management and development of the people
2. *Information Architecture* that is gathered and compiles in a structured manner to ensure the decision-making can be executed efficiently. By information, we comprise both informal and formal information coming from a broad range of sources
3. *Structures and Processes* in place that are here to ensure a disciplined and effective management of the company and its bodies (audit, risk, strategy, performance review, culture oversight, etc.)



4. *Group Dynamics* allowing everyone to provide inputs in a collegial manner to ensure a rich and constructive dialogue among all members and parties.

This practical model helps organizations achieve better governance. It requires intimate work in several dimensions and discipline around this work, a bit like health improvement takes multiple dimensions. Nonetheless, when seen from the outside, and rather than trying to improve, but trying simply to diagnose or assess, there are fundamental tenets to governance. At the very base is character and values. A sense of accountability and responsibility combined with integrity and moral authority are marks of the character required to execute good governance. This leads to other drivers in order to achieve materially, a view of the long term weighted by short term efficiency, an ability to build resilience, often a combination of financial conservatism and innovation, of stability and agility, of passion, purpose and compassion, so essential to true success, and of course of open mindedness and constructive dissent based on diversity of views, at the heart of the dynamics. This is the basis towards handling to the next generation something better than we received, towards positive environmental and social impacts, in brief, towards stewardship, the hallmark of quality governance.

From an intangible valuation perspective, applying the above to investments, will result in identifying companies that have strategies involving long-term, resilience, prudence, innovation, stability, agility and all other characters are fundamental elements of a successful robust business. In this context, shareholders will take hold of better governed companies despite market volatility. In other terms and theoretically, governance becomes a key differentiator (in generating returns) for shareholder and well governed companies should become core in investor’s portfolio allocations. We are demonstrating below that it verifies in practice. In summary, the roots of a quality corporate culture that is generating significant corporate value will come from the quality of the governance and how it is applied within a company.

### INTANGIBLE CULTURE VALUE MEASURED THROUGH GOVERNANCE QUALITY

Many economic and financial theories find their roots in psychology. This is the same here, where the study of the language of patients gives a lot of indications on their pathologies. A company is simply another patient and studying its communication is rich in information. Recent advances in computer processing and artificial intelligence have made it possible (Balsmeier & al., 2018). We use content analysis to measure the personality of organizations, i.e. how well it is governed. Natural language processing (NLP) identifies companies that are materially different across a number of dimensions reflected within a word dictionary (Li, 2010 & Loughran and McDonald, 2016). This dictionary reflects the values expressed above. The process itself is a subfield of deep learning or machine learning techniques. It starts by identifying forward-looking messages embedded in company’s texts. Each text is analyzed sentence by sentence computationally to reveal elements that relate to corporate culture, behaviors and actions. We lever our experience for the selection of the words in a proprietary way but many dictionaries around the different sub dimensions are available in academic research. Implied lists and not only explicit ones are used, and word lists adapt to changes in business languages.

In this framework, the key is how to cluster the words and combination of words to extract the fundamental elements of quality governance. This language analysis leads to identify the personality of an organization in the same way psychologists pose a diagnostic on their patients. We look at numerous components such as long-term orientation, human capital management, and stakeholder management as part of a broader review involving numerous clusters. Table 1 highlights some words used by well-governed vs less governed companies. The appearance and associated frequency of these words is a good indicator of the corporate governance quality. These are implied words using a methodology available in the reference underneath. This broad analysis is composed today of a proprietary dictionary of more than 8000 words, which is the body of our governance scorings applied to the reading of companies’ annual reports. This review allows us to pose a

	Typical language of better-governed companies	Typical language of less well-governed companies
Language of timeframe as an indication of long-term strategy	century coming constant continually continue continuous decade decades era future long-term moment old ongoing onward perpetual tomorrow year	contemporaneous currently daily dates immediate month monthly months overnight promptly quarterly quarters recently
Human-capital language as an indication of collegiality and corporate culture	career colleagues commitment compensation diversity employee empower engaged expertise grooming individual people performance promote recognize recruitment reward safety spirit staff talent team	appraisal assigned compensatory dismiss evaluated hire job nonqualified payroll postretirement qualifying replaced replacement retention uncommitted unemployment wage
Language vis-à-vis to the stakeholders as an indication of the anchor of the corporate in its environment	carbon child children climate collaboration communities cooperation CSR culture dialogue ecological economic environment families science stakeholder transparency wellbeing	appeal arbitration attorney claims court defendant delinquencies discharged enforceability jurisdiction lawsuits legislative litigation petition petitions plaintiff punitive rulings settlement suit theft

Source: Cossin and Hwee (2016)

diagnostic on the governance quality of every company, and also allows us to rank and compare them.

Our methodology puts in evidence important differences between better-governed companies and their peers. On the basis of the words they use, we find that well governed companies are financially more conservative (controlling for size and industry), have less debt and higher liquidity, and that they invest more in innovation, that they are less prone to mass layoffs. Table 2 confirms these differences and provides an analysis of 236 companies of the S&P 500 (April 2009 – March 2014, with sales over \$10B) divided in four quartiles (1<sup>st</sup> quartile being the 59 best-governed companies of the sample).

Table 2  
Well-governed companies are led by vision, run conservatively, with a focus on investment and innovation

	1 <sup>st</sup> Quartile	2 <sup>nd</sup> Quartile	3 <sup>rd</sup> Quartile	4 <sup>th</sup> Quartile
Employee firing	-4.00%	-5.50%	-5.80%	-9.10%
Total Debt / Assets	20.50%	23.20%	28.90%	29.80%
Liquidity (5-year average Quick ratio)	1.14	1.04	0.92	0.87
R&D as % of sales	4.80%	4.10%	3.50%	1.00%
5-year average return on equity	24.90%	15.80%	10.80%	10.10%

Source: Cossin and Hwee (2016)

A crisis like 2008 has demonstrated that well-governed companies are better rewarded by the market as it is recognized that long term wise management triggered by governance helps better navigate all type of situations. We observed first, that well governed companies protected better during the correction and then thanks to their agility and better positioning, rebounded better and for the long term (In this context, Figure 3 and Table 3 highlight the continuing challenge to recover of poorly-governed companies. It suggests the 2008 penalty to the shareholder value of the companies that not well-governed is still there after 12 years. Pushing the analysis further, when looking at the composition of the 100 better-governed companies in Figure 3, we observe two types of governance influence (Cossin, Botteron, Lu, 2020). Well-governed companies tend to outperform their own sector overtime and also create sectors over-weights and sectors under-weights, which gives a reflection of the overall governance quality of the sectors themselves.

This demonstrates how the governance pilots the organization and develops a culture bringing resilience and agility in an organization. In well governed organizations, the board will be more engaged to prepare crises, adopt long term strategies, and incorporate risk management. Good governance drives agility in the view that the all organization will adapt to both growth, recession and unexpected shocks. Also, the stability of board members and employees ensure a transmission of knowledge in the human capital, that prepares better the company to non-predictable future shocks. And indeed, as illustrated underneath, during the 2020 drawdown, well governed companies according to our methodology decreased 9% less than the market.

Figure 3  
Analysis of the 100 better-governed companies of S&P 500 and the 100 less well-governed companies for the period April 2007 – June 2021 (see end notes for calculation explanations)

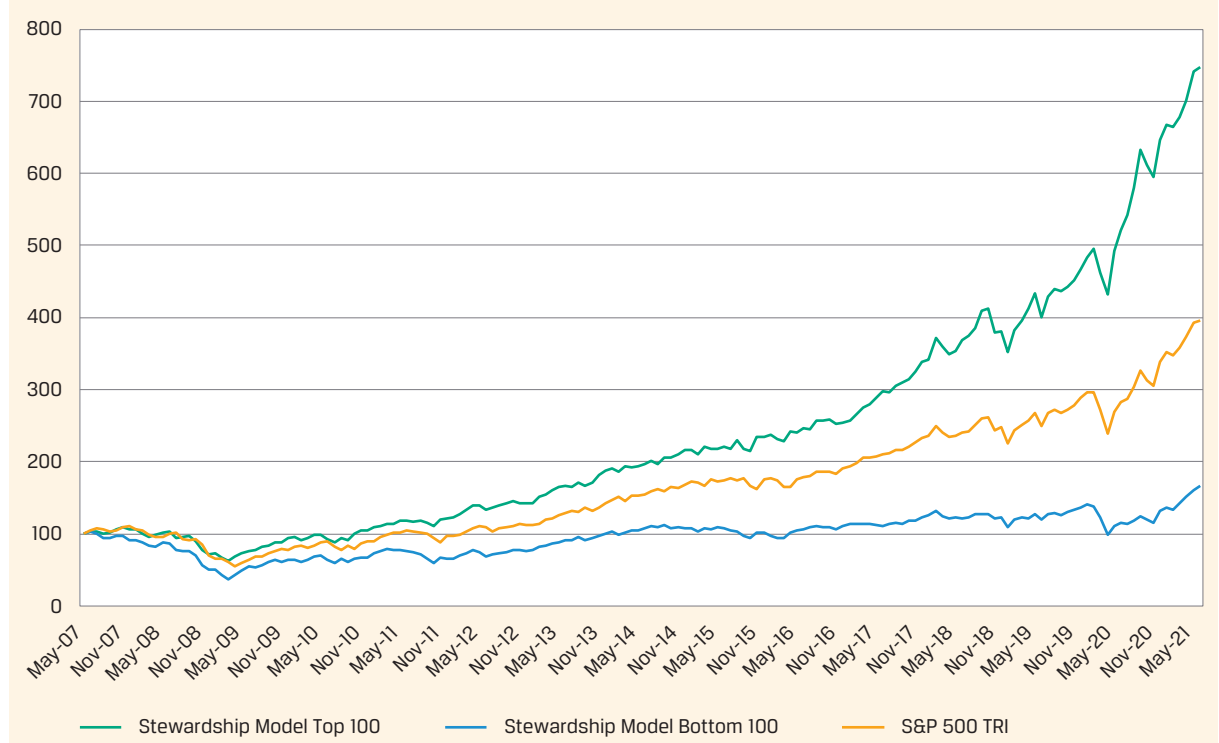


Table 3  
Drawdowns of the 100 better-governed companies of S&P 500 and the 100 less well-governed companies for the financial and Covid crises (see end notes for calculation explanations)

	July 31, 2007- February 28, 2009	Dec 31, 2020- March 31, 2020
Top 100	-37.78%	-10.52%
S&P 500 TRI	-47.53%	-19.60%
Bottom 100	-60.91%	-30.04%

Interestingly, it is similar to what happened in 2008 as seen underneath. The companies with lower governance scores suffer the most. The companies with good governance, to the opposite to companies with poor governance are characterized as such:

1. *Better shock absorption* in down market as these companies are recognized as more agile and better prepared for crises
2. *Faster recovery* as faster in rebuilding the business thanks to better processes and policies, stronger balance sheets, and ultimately stronger acquisition and sales power.
3. *Higher long-term performance* potential as concentrated on growth while poorly-governed companies still blocked in solving recurring issues preventing them to reconstruct faster

In summary, there is a premia rewarded by the market on the good governance, which triggers a healthy culture in the company. As per our observations, this premia represents approximately 5% annual outperformance versus the index for the 100 best governed companies of the S&P500.

### CAN WE UNLOCK GOVERNANCE VALUE? WITH RESILIENCE AND AGILITY

Governance brings all the mechanisms and cultural elements to absorb shocks, which means that when a crisis occurs, a well-governed company absorbs the shock better. This absorption is not the only strength of the good culture, it is also a force that positions better a company for the rebound. Governance creates the type of agility and sense of responsibility that let an organization handle efficiently whatever disturbances or chaos happens. It also drives grounded decisions in difficult situations. And well governed companies have more engaged employees protected by a more caring perspective from the hierarchy.

As Figure 3 puts in evidence, Better governance positions the company for a stronger rebound post crises such as 2008 or more recently the Covid crisis. A good governance will result in

- Faster recovery of its sales process
- Faster decision-making overall
- Ability to gain market share vs weakened competition
- Faster strategic hiring from weakened competitors
- Potential cheap strategic acquisitions

Having defined what we believe to be the benchmark framework for governance, we should address the question on how to get there. Based on multiple research (Loughran and McDonald,

2011, 2014), many companies are starting to embrace the change to an improved governance through their language. Shareholder engagement is an important trigger to this. In several publications, it has been highlighted that the personalities of the board influence the outcome of the change (or not). Observing communication of these companies, we can observe two major categories: first, the ones that are sincerely engaging to the change, where collegiality, actions, and fundamental strategic changes manifest themselves and second, the ones that will try to mask the “no-change” with adapted reports trying to depict a change that does not necessarily occurs we can define as ‘cheap talk’ (Cossin, Smulowitz, and Lu, 2020) or long sentences (Purda and Skillicorn, 2015). From these observations, companies with poor governance can fundamentally improve by changing and evolving the strong personalities of their board members, structures or dynamics. With good processes in place, the board will be able to define the strategy of the company, select the appropriate CEO and support the CEO to execute it (Gow & al, 2016).

### FROM GOVERNANCE TO ESG CULTURE

Climate and environmental issues are looming large in the current crisis. Both on the positive (improvements in environmental conditions due to lesser pollution) and the negative side (what will happen with drop in oil prices?). So do social sustainability issues: the crisis has affected social classes differently and inequality is also a health driver, with all the moral consequences thereof. The key principle though is this one: governance drives environmental and social choices. Good governance will drive the quality of an organization resilience and agility in environmental matters as well as in social matters. More importantly, it will drive the dynamics around the challenges by tackling the issues proactively and transformatively (Cossin, Smulowitz, Lu and Pfarrer, 2019). In the current environment, where society is demanding more ethics and more environmental awareness, there is no doubt that the governance of a company will be (one of) the driving force(s) of the change. A company with a board addressing sincerely these issues will naturally adopt faster these changes through a combination of board leadership and culture evolution (Cossin, Smulowitz, and Lu, 2019). Linking this evolution to the ESG context, G drives the E and the S. We can see this in our model, where well-governed companies are the ones that have the largest impact on environmental and social aspects. Table 4 supports this and shows that well-governed companies have superior Environmental and Social ratings according to Sustainalytics and Robeco SAM. The catalyst to a good ESG policy starts with the G that, in addition to trigger stock outperformance, enhance impactful E and S policies at the corporate level.

Table 4  
Average E rating and S rating for the 100 most well-governed companies of S&P 500 and the 100 most poorly-governed of the 2020 sample

	Sustainalytics		RobecoSAM	
	Social Percentile	Environmental Percentile	Environmental Dimension Rank	Social Dimension Rank
Top 100	57.38	57.72	49.36	44.95
S&P 500 TRI	50.92	50.80	45.62	40.96
Bottom 100	48.16	50.26	43.97	34.15

Source: Bloomberg

## CONCLUSION

Today, intangible assets represent the vast majority of a company market valuation. While traditional intangibles are still significant, modern intangibles such as corporate culture represent an increasing part of the corporate market value. Financial accounting-based valuations remain important but are growingly used for financial compliance purposes and less for market valuation purposes. As integrated reporting becomes mainstream, reporting becomes a narrative that needs to be analysed as such. With the new trends on the way to manage a company and create a corporate culture, the quality of the governance becomes key to market valuation. In a fast transforming world, the quality of the governance drives the quality of the culture across dimensions. Pushing further the analysis we have also demonstrated that a good governance does not only triggers outperformance but also generates a solid ESG impact for the company and all its stakeholders. As illustrated historically, a top quintile better-governed company generates 10% outperformance in average vs. a bottom quintile less well-governed company, which in other words means that its value doubles in nearly 7 years vs. a less well-governed company.

Governance is at the root of the intangible culture value. Thanks to governance, corporates are more agile and adapt better to exogenous shocks while remaining prudent and secure. This impacts positively their results, their employees, their stakeholders and ultimately, their shareholder value.

At the corporate level, legacy structures and processes are challenged and more agile companies rebound better, hence making healthier investments both for the short term and for the long term. This is materialized in a long term outperformance of their stock prices in three steps: first an outperformance during the market shock corresponding to the fact that well governed companies combine resilience and agility in such a way that they live through the crisis better; second a faster recovery corresponding to the fact that the capital markets differentiate the companies that will have a long-term gain vs the weakest that will have to cope with a longer reconstruction; and third a faster expansion corresponding to a stronger growth capacity coming from the relative quicker reconstruction of the sales process.

In this context, governance has become central to the world of ESG by being the driver behind true E and S improvements. A company with a good G will approach S and E better. This combination does not only add ethic but also contributes to superior performance for its shareholders in both positive and negative markets. We are today at the beginning of ESG investments with fund management companies essentially focusing on the E. We anticipate new developments in the mid-term with asset managers starting to focus on reconciling ESG with performance, where a growing focus will be on the quality of governance on ESG dimensions. This is part of an overall context also initiated by European regulators with the EU-Action Plan SFDR regulation, that explicitly requires investors to conduct investments following good governance practices (Regulation (EU), 2019).

In terms of future, it is promising to see an acceleration of ESG criteria adoption at board levels, with a growing involvement of their members.

The results observed will not leave investors and shareholders indifferent both in terms of their investment decisions and their involvement and commitment. We expect higher focus and development towards improving governance of companies giving rise to a governance premia to shareholders. This premia or cultural intangible value will become both an indicator of high responsibility and of outperformance.

## Literature

- Balsmeier, B., G. C. Li, T. Chesebro, G. Zang, G. Fierro, K. Johnson, A. Kaulagi, S. Lück, D. O'Reagan, B. Yeh and L. Fleming. 2018. "Machine Learning and Natural Language Processing on the Patent Corpus: Data, Tools, and New Measures." *Journal of Economics & Management Strategy*, (27)3: 535-553.
- Cossin, D., P. Botteron and A. Lu, 2020. *The Good Governance Crash Test: COVID-19*. Working Paper, IMD.
- Cossin, D. 2020. *High Performance Boards* J. Wiley.
- Cossin, D. and O. B. Hwee. 2016. *Inspiring Stewardship*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Cossin, D., S. Smulowitz and A. Lu. 2019. "Hidden In Plain View: Managerial Obfuscation, External Monitoring, and Their Effects on CSR." *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*.
- Cossin, D., S. Smulowitz and A. Lu. 2019. "Short-Termism, CEO Pay, Slack and Their Effects on Long-Term Investment: A Content Analysis Approach." *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*.
- Cossin, D., S. Smulowitz and A. Lu. 2020. "The High Cost of Cheap Talk: How Disingenuous Ethical Language Can Reflect Agency Costs." Working Paper. IMD.
- Cossin, D., S. Smulowitz and A. Lu. 2020. "What Do Managers Mean When They Talk about Ethics?" Working Paper. IMD.
- Cossin, D., S Smulowitz, A. Lu and M. Pfarrer. 2020. "Stewardship Orientation, CEO Pay, External Monitoring, Slack and Their Effects on CSR: A Content Analysis Approach." Working Paper. IMD.
- Edmans, A. 2011. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices, *Journal of Financial Economics* 101: 621-640.
- Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council. 2019. Report on <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>
- Gallup Survey in 2021, *How Millennials Want to Work and Live*. Report on <https://www.gallup.com/workplace/238073/millennials-work-live.aspx>

- Gow, I. D., S. N. Kaplan, D. F. Larcker and A. A. Zakolyukina. 2016. "CEO Personality and Firm Policies." NBER Working Paper 22435. National Bureau of Economic Research, Cambridge MA. Report on <http://www.nber.org/papers/w22435>
- Li, F. 2010. "Textual Analysis of Corporate Disclosures: A Survey of the Literature." *Journal of Accounting Literature* 29: 143–165.
- Loughran T and B. McDonald. 2016. "Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey." *Journal of Accounting Research*, 54(4): 1187–1230.
- Loughran, T. and B. McDonald. 2014. "Measuring Readability in Financial Disclosures." *The Journal of Finance*, 69(4): 1643–1671.
- Loughran T. and B. McDonald. 2011. "When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks." *The Journal of Finance*, 66(1): 35–65.
- Ocean Tomo, 2020. Intangible Asset Market Value Study. Report on <https://www.oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/>
- Purda, L. and D. Skillicorn. 2015. "Accounting Variables, Deception, and a Bag of Words: Assessing the Tools of Fraud Detection." *Contemporary Accounting Research*, 32(3): 1193-1223.

## Notes

We would like to thank Isabelle Djian of Green Blue Invest and Ruurd W. Haan of RWH Investment Advisors for valuable and constructive comments and suggestions.

For Figure 3 and Table 3, the source of data comes from the IMD Global Board Center and Green Blue Invest. A more detailed overview is provided in Cossin, Botteron and Lu (2020). The Analysis of S&P 500 companies is conducted on an annual basis based on their 10-k reports language review. The portfolio of the 100 well-governed companies and 100 poorly-governed companies are virtually invested on May 1st each year. The weightings of the 100 companies in the portfolios are based on their market capitalization following the same construction methodology of the S&P 500 TRI. The portfolio allocation bears concentration limits that are readjusted every three month. Years 2007 to 2015 have been backtested on the basis of the dictionary established in 2015. The following years follow the same dictionary that is completed with additional words that appeared in the 10-k reports every year.

# Accountancy moet dichter op de bal

Door Mark Geene RBA RMFI CAIA en Ronald Kok RBA

"Beleggers moeten blind kunnen varen op de informatie in financiële verslaggeving van bedrijven. Dat is de basis. Optimale transparantie met betrekking tot de resultaten en een gedegen toekomstvisie met scenario en risicoanalyses. En natuurlijk alle lijken uit de kast." Met BlackRock Nederland voorzitter Jan Hommen spreken we over zijn visie op het vak van accountant.

## Tijdige publicatie straalt vertrouwen uit

"Het tijdig publiceren van financiële en niet-financiële informatie geeft beleggers en aandeelhouders vertrouwen. Het is een teken dat bedrijven vanuit een bedrijfsmatig perspectief boven op de cijfers zitten. Hoe eerder deze bekend worden gemaakt, des te minder onzekerheden er boven de markt hangen", weet Hommen. Onder zijn financiële leiding bracht het Amerikaanse aluminiumbedrijf Alcoa steevast als een van de eerste beursgenoteerde bedrijven de kwartaal- en jaarcijfers naar buiten. In de praktijk geven bedrijven binnen zes tot zeven weken na het eindigen van een kwartaal een update, Hommen deed dat al na een dag of vijf. Volgens Hommen kun je dit alleen doen als je alle business activiteiten en controle processen op orde hebt. Analisten juichen snelheid toe omdat dit duidelijkheid schept over waar een bedrijf staat en het nieuws ook richting geeft.

## Belegger verwacht risicoanalyses van de accountant

Naast de normale financiële verslaggeving verwachten beleggers steeds meer diepgravende risicoanalyses van de accountant. "Het beoordelen van risicomanagement en -beheersing is te lang een ondergeschoven kindje geweest en dit hebben de accountants zichzelf aangerekend", aldus Hommen, die van 2013 tot 2014 CEO was van KPMG en daar de basis legde voor een nieuwe bedrijfs-cultuur. "Accountants waren te weinig bezig met risicoanalyses, maar het gaat nu beter", stelt Hommen vast. Als voorbeeld noemt hij twee oliebedrijven die rekenden met te hoge toekomstige verwachtingen. De bedrijven zijn hierover publiekelijk op de vingers getikt door de accountants. Hommen vindt het de taak van de accountants om het risicomanagement van bedrijven goed onder de loep te nemen en te zorgen dat die risico's ook elk jaar helder gecommuniceerd zijn in het jaarverslag.

In dit kader vindt Hommen ook dat accountants vanuit een risico-perspectief de langetermijnstrategie van een bedrijf moeten beoordelen. "De accountant kent de organisatie, bedrijfsvoering en -tak, investeringen en strategie en kan dit dus beoordelen, maar echter alleen tot op zekere hoogte. Het is bijvoorbeeld lastig voor accountants de strategie te beoordelen als die sterk afhankelijk is van technologische ontwikkelingen. Daarentegen moet de accountant goed kunnen beoordelen of de besluitvorming, het besluitvormingsproces en onderbouwing van de strategie van kwalitatief hoog niveau is en bovendien coherent en consistent. Als dit niet op orde is, kan dat een risico vormen op de lange termijn.



**Jan Hommen** (1943), is een van de bekendste en meest geroemde topbestuurders van ons land. Hij verdiende zijn sporen als CFO van Alcoa en Philips, waar hij in- en externe rapportering op orde bracht. In 2009 volgde hij Michel Tilmant op als hoogste baas van ING. De bank verkeerde op dat moment in zwaar weer vanwege de financiële crisis. Hommen zette alles op alles om ING als internationale bank overeind te houden en zette zich in om de financiële sector te hervormen. Hiervoor werd hij bij zijn afscheid benoemd tot Commandeur in de Orde van Oranje Nassau.

Hommen heeft belangrijke commissaris en toezicht functies vervuld. Momenteel is hij voorzitter bij vermogensbeheerder BlackRock Nederland.

Belanghebbenden, inclusief beleggers, moeten daar op worden gewezen want uiteindelijk draait het om de continuïteit en het verhogen van de waarde op de lange termijn."

### Accountantsvak wordt breder

Hommen heeft in zijn loopbaan het vak van accountant behoorlijk zien veranderen. Stakeholders eisen van hen meer professionaliteit en specifieke expertise.

"Binnen het accountancyvak wordt er in toenemende mate gebruik gemaakt van big data en algoritmes. Dat verlicht het werk, maar aan de andere kant komt er meer judging om de hoek kijken. Welke data moeten worden gebruikt en hoe en wanneer? Fouten liggen ook daar op de loer", waarschuwt Hommen. "De menselijke factor blijft nodig om data te interpreteren."

IT-auditing is een vrij nieuw en niet meer weg te denken onderdeel van het vak. Bedrijven hebben in toenemende mate te maken met informatiebeveiliging, IT-beheer en de afstemming tussen bedrijfsprocessen en ICT. "Zekerheid over de kwaliteit van IT is cruciaal en niet alleen omwille van de kwaliteit en continuïteit van vitale bedrijfsprocessen, maar zeker ook vanwege de eisen die worden gesteld aan IT-governance, transparantie en compliance."

Verder zijn volgens Hommen de bedrijfscultuur en de manier van werken steeds belangrijker voor het succes van een onderneming. De accountant moet de cultuur binnen een onderneming waaraan hij of zij haar diensten verleent, goed kunnen aanvoelen. Dit is zelfs een speerpunt geworden binnen de accountancy. DNB houdt sinds 2014 toezicht op het gedrag van bestuurders en de cultuur binnen financiële instellingen, omdat dit niet alleen van invloed is op de resultaten, maar ook op de kwaliteit van de besluitvorming, het goed beoordelen van risico's, en het ontstaan of tegengaan van fraude en fraude-intenties.

Hommen benadrukt dat het hier om menselijk gedrag gaat – het is geen harde wetenschap. "Vooral nu mensen thuis werken is het aanvoelen hoe de cultuur precies in elkaar steekt een stuk lastiger geworden. Werknemers worden op afstand aangestuurd en er is minder grip op zaken als identiteit, samenwerking en betrokkenheid. Het zich kunnen verplaatsen in de bedrijfscultuur en het hebben van de juiste soft skills zijn daarbij cruciaal. Dit geldt natuurlijk ook binnen de accountantskantoren zelf en daar moet ook op worden geselecteerd tijdens sollicitatiegesprekken."

### Zwaargewicht maar ook teamplayer

Accountants waren vroeger gewoon onderdeel van het meubilair bij bedrijven, maar die tijd is voorbij. Accountants schuwen allang de discussie en confrontatie niet meer, maar het kan en moet nog scherper, vindt Hommen. "Zeker als het grijze gebied in zicht komt, moeten accountants niet schromen om kritische vragen te stellen. Dit betekent niet dat accountants zich verder afzijdig dienen te houden. Ze moeten zich juist comfortabel genoeg voelen om op de juiste verantwoordelijken af te stappen om opheldering te vragen. De moderne accountant is niet langer alleen een cijferspecialist, maar heeft ook een onafhankelijke visie en eigen verantwoordelijk-

heid binnen een team. Iemand die in de haarvaten van de belangrijkste bedrijfsonderdelen zit. Soft skills zijn belangrijk."

"De accountant moet ook niet bang zijn om bij twijfel(s) over de integriteit van het bedrijf de stekker uit de samenwerking te trekken. Dit vereist ook weer een sterk karakter", zegt Hommen. Hij verwacht dat accountants ook veel eerder gele en rode kaarten zullen gaan uitdelen. Dit is niet alleen een nobel streven van de accountants zelf maar het is volgens Hommen ook een kwestie van noodzakelijk kwaad. Hommen sluit niet uit dat accountants indien nodig al op dag één van de samenwerking een rode kaart zullen trekken. "Dat vergt moed. In dat opzicht moet de moderne accountant echt een zwaargewicht zijn." Hommen stelt dat er door accountants nog wel grote stappen moeten worden gezet binnen de eisen en wensen van de maatschappelijke rol die met het vak gepaard gaan.

### Spagaat verdienmodel

"Natuurlijk hebben we te maken met een spanningsveld tussen het verdienmodel van de accountant enerzijds en anderzijds het vermogen van de accountant om afscheid te durven nemen van de klant. Volgens Hommen is dit 'all in the game', want als accountant moet je van tevoren altijd goed je huiswerk doen. Tijdens het offerte- en due-diligence traject kun je je als accountant altijd terugtrekken. Mocht je eenmaal aan het werk zijn, en het voelt toch niet goed, dan kun je beter vandaag dan morgen de deur achter je dichttrekken." Dit vergt zoals gezegd een stevig karakter van de individuele accountant. Je moet je namelijk ook verantwoorden voor die keuze richting je eigen collega's en partners. Accountants moeten nooit uit het oog verliezen dat de gevolgen van alle negatieve publiciteit rond een grote boekhoudkundige misser en/of schandaal niet opweegt tegen het mislopen van een betalende klant. Hommen benadrukt dat veel missers in de accountancy-wereld vaak te wijten zijn aan het door de vingers zien of niet tijdig signaleren van fouten. "Het weigeren van verkeerde klanten is ook onderdeel van 'good judgement' en zal zeker op de langere termijn extreem waardevol blijken voor de accountantsbedrijven." Steeds meer accountantskantoren verlenen ook consultancydiensten. Volgens Hommen is het dan ook vrij lastig om enerzijds als accountant de deur dicht te trekken voor een betalende klant en die anderzijds juist weer open te doen als consultant. We hebben in Nederland vier grote accountancyfirma's en dat is zeker geen luxe", aldus Hommen.

### Onafhankelijkheid in raad van commissarissen accountants verder borgen

In Nederland hebben accountantskantoren een externe raad van commissarissen en dat is een groot goed, zegt Hommen. Hij is groot voorstander van een voorzitter van de raad van bestuur die ook van buiten komt. "Een interne partner zou deze rol ook als laatste functie kunnen vervullen, voordat hij of zij met pensioen gaat. Al zie ik liever een extern iemand in die rol om onpartijdigheid te waarborgen en eventuele belangenverstremming te voorkomen. Een extern iemand durft ook kritischer te zijn. De rol van commissaris is een zeer belangrijke. De raad van commissarissen moet nimmer een afwachtende houding aannemen en wachten op input, maar moet

juist in goed overleg met de raad van bestuur 'de boer opgaan' om ook zelf de nodige informatie boven tafel te halen", zegt Hommen.

Ook het toezicht op de kwaliteit van het werk van de accountants wordt steeds strenger. In de VS stond dit onder Trump tijdelijk op een wat lager pitje, maar het is onder Biden weer aangescherpt. In Nederland ziet Hommen dat de AFM grote slagen maakt wat betreft het toezicht. Het maatschappelijk verkeer moet immers kunnen vertrouwen op het oordeel van accountants(organisaties) in de door hen afgegeven controleverklaringen.

Jonge accountants brengen aanvullende kwaliteitsverbetering, een professionele houding en technologische vooruitgang mee. "Zij willen zowel inhoudelijk stappen maken en zich blijven ontwikkelen door educatie als de kwaliteit van de processen optimaliseren. Zij spelen ook een cruciale rol als het gaat om cultuurverandering en het werkethos binnen de sector. De war-on-talent is volop gaande. Accountantsbedrijven staan bekend om hun gestagneerde werkwijze en dienen open te staan voor nieuwe ideeën en verdienmodellen als ze het juiste talent willen binnenhalen", aldus Hommen.

### Niet-financiële informatie steeds belangrijker

De accountant moet vanuit haar maatschappelijke rol ook steeds meer de niet-financiële zaken goed in kaart brengen. Dat kunnen belangrijke economische of financiële indicatoren zijn maar ook kengetallen of ESG-zaken. Hommen benadrukt dat het hele ESG-speelveld complex is. Er is een veelheid aan standaarden op de gebieden van E, S en G. Hommen juicht een eenduidige standaard toe in rapportages van bedrijven op ESG-gebied. Hij is te spreken over diverse standaarden die worden ontwikkeld door gezaghebbende internationale organisaties als SASB en TCFD. Dit zijn onafhankelijke organisaties die standaarden vaststellen voor de verslaglegging van niet-financiële prestaties van ondernemingen. "Hierdoor zijn aandeelhouders en andere belanghebbenden in staat op éénduidige wijze de duurzaamheid van de bedrijfsvoering te beoordelen. Dit maakt het voor de buitenwereld allemaal een stuk overzichtelijker." De uiteindelijke beoordeling van de ESG-resultaten door ratingbureaus als S&P, MSCI, Sustainalytics en beleggers in het kader van hun rating, respectievelijk ESG-beleggingsproces is dan hun eigen verantwoordelijkheid. Het startpunt, de data, wordt daarmee wel homogener en makkelijker te vergelijken. Met betere en consistentere standaarden kan de accountant beter overweg (red.).

Accountancybedrijven moeten indien nodig externe ESG-specialisten of ook zelfs ingenieursbedrijven inschakelen om de ESG-prestaties van de bedrijven in kaart te laten brengen, als zij daarvoor zelf (nog) niet de benodigde expertise in huis heeft.

### Accountant moet pro-actiever fraude proberen te detecteren: cultuur bepaalt de fraude

Vanuit de accountancywereld is er volgens Hommen veel meer mogelijk om fraudes te detecteren. Hij verwijst daarvoor weer naar het fingerspitzengefühl van de accountant om de cultuur in de top van een bedrijf goed aan te kunnen voelen, maar zeker ook breder binnen de organisatie. "De accountant hoort in de haarvaten van

het bedrijf te zitten en kan allerlei signalen vroegtijdig op pikken. Dat is echter pas stap één, daarna geldt: het aanhangig maken van mogelijke misstanden bij het management en hen daarover bevragen is cruciaal. Fraude is en blijft echter moeilijk te detecteren als meerdere mensen in een bedrijf samenspannen. Zelfs het kleinste vermoeden van fraude – denk hierbij bijvoorbeeld aan ongewone onkostendeclaraties – moet de accountant durven aankaarten. Vaak zijn kleinere misstanden een signaal van grensoverschrijdend gedrag op grotere schaal."

Hommen zou graag zien dat accountants het eerder melden als ze geen goed gevoel hebben bij een organisatie, maar in de praktijk gebeurt dat zelden. "Accountants zouden op dit gebied pro-actiever moeten zijn. Hoe intensiever de accountant een bedrijf en haar medewerkers onderzoekt en bevraagt, hoe kleiner de kans op (toekomstige) fraude."

Hommen verwijst in dit kader wel naar het enorme dilemma waar een accountant vaak mee zit: iets opschrijven dat onjuist blijkt te zijn of zaken die onjuist zijn niet opschrijven. "In beide gevallen loop je risico's dat een partij zich benadeeld voelt zich en dat vervolgens openlijk en/of juridisch manifesteert."

Een strakke due-diligence vooraf, dus voordat een bedrijf klant is bij de accountant, kan in ieder geval deze problematiek voor de accountant enigszins voorkomen. "Voelt het wel goed, is er een klik met het management, is alle informatie beschikbaar in de audit-dossiers? Dat soort vragen moet de accountant zich blijven stellen, niet alleen bij aanname van de klant, maar nog belangrijker: gedurende de gehele relatie. Volledige openheid is belangrijk en bedrijven moeten de accountant vertrouwen, anders kan zij haar werk niet doen." Hommen denkt dat accountantsbureaus wel eens klanten hebben waarvan ze achteraf spijt hebben dat ze met hen in zee zijn gegaan. "Door vooraf goed je huiswerk te doen, kan achteraf veel leed worden bespaard."

Vooraf bij internationale bedrijven is er dus veel meer onderzoek nodig naar de geldstromen tussen de verschillende dochters en het moederbedrijf. "De accountant mag er niet blind vanuit gaan dat de lokale accountant bij een buitenlandse dochter zijn werk goed heeft gedaan. Je moet er bovenop zitten en indien nodig meer informatie inwinnen en eigen onderzoek te doen", stelt Hommen: 'Trust but verify' (red.). Het fysiek op de werkvloer aanwezig zijn, heeft de voorkeur. En soms moeten daartoe extra kosten worden gemaakt, maar volgens Hommen is dit meestal geen issue omdat de meeste bedrijven bereid zijn om te betalen voor een goede controle. In de bedrijven waar hij leidinggevende functies had was de rekening van de accountant voor extra werk nooit een probleem, zolang dat van toegevoegde waarde was. "Een accountant is een nuttige informatiebron voor het management over hoe het bedrijf reilt en zeilt vanuit een meer onafhankelijk perspectief dan vanuit de eigen afdeling Finance and Control.

### Jaarverslagen vaak te omslachtig

Toen Hommen nog in de VS woonde, was hij lid van een organisatie van CFO's die ervoor pleitte om jaarverslagen minder complex te maken. In de praktijk bleek dat lastig, omdat er altijd toch weer



zaken bij werden gehaald die eerder geschrapt waren. Hommen is nog steeds voorstander van minder uitgebreide jaarverslagen maar waarschuwt ook dat het allemaal niet nietszeggend mag worden. Het pleidooi van Warren Buffett om ook de frequentie van de rapportages te verlagen (bijvoorbeeld door geen kwartaals- en half-jaarcijfers meer te publiceren) wordt door Hommen maar deels ondersteund. Volgens hem zou dit bijvoorbeeld voor verzekeraars op kunnen gaan (want minder seizoensinvloeden). Anderzijds getuigt het publiceren van kwartaalrapportages wel van discipline. "Intern zouden we dat als bestuur moeten willen. Altijd die vinger strak aan de pols houden", zegt Hommen.

#### Accountancy ook voor de passieve beleggers relevant

Hommen hamert erop dat de accountancywereld net zo relevant is voor de passieve belegger als voor de actieve belegger. Bij alle beleggingen die BlackRock voor haar passieve producten doet, worden de desbetreffende bedrijven net zo behandeld als voor de actieve producten. De kwaliteit van cijfers en het oordelen van de

accountant in het jaarverslag zijn input waarop BlackRock onder meer haar ESG-assessment verricht. Ook bij passieve beleggingen speelt deze ESG-assessment een rol door middel van actief stemgedrag met betrekking tot bijvoorbeeld strategische voorstellen en commissarisbenoemingen, maar ook de actieve dialoog en engagement, zogenoemd *investment stewardship*.

#### Conclusie

Concluderend is de afdronk van het interview met Hommen dat de accountancysector zeer relevant is voor de belegger. Door haar brede rol kan haar importantie en belang nog verder toenemen. De beroepsgroep heeft reeds stappen gezet in het proces van een diepgaandere en bredere invulling van haar verantwoordelijkheid. Maar er liggen nog genoeg uitdagingen op het gebied van governance, de eigen cultuur, risico-assessment en fraude-detectie bij bedrijven, ESG-rapportage en de verificatie en investeringen in de toekomstige robuuste IT-infrastructuur.

# De cijfers voorbij: vanuit tekst omzetgroei voorspellen

*Tjeerd van Cappelle en Robin Niesert<sup>1</sup>*

Vanuit beleggers is er de wens om snel te kunnen inspelen op ontwikkelingen in een bedrijf. Sneller dan zou kunnen op basis van het door accountants goedgekeurde jaarverslag. Doordat de ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie elkaar snel opvolgen ontstaan er meer mogelijkheden hiervoor. Door gebruik te maken van de modernste technieken voor het begrijpen van tekst tonen wij aan dat het mogelijk is om de omzetgroei van bedrijven en daarmee aandelenrendementen beter te voorspellen. Inmiddels zijn we zo ver dat deze vorm van geautomatiseerd tekstbegrip een plaats heeft gekregen in het samenstellen van een aandelenportefeuille. Ook zijn er in de laatste decennia verdere ontwikkelingen geweest in de verbetering en internationale convergentie van accountingstandaarden. Deze maken het beter mogelijk omzetcijfers te vergelijken en te interpreteren.

In dit artikel gaan we in op de resultaten van ons onderzoek waarbij we eerst laten zien dat omzetgroei voorspellende waarde heeft voor de ontwikkeling van aandelenkoersen. Vervolgens worden technieken om geautomatiseerd tekst te begrijpen nader toegelicht. Onze bevinding is dat deze nieuwe technieken voor tekstbegrip gebruikt kunnen worden om voorspellingen

van de omzetgroei van bedrijven aanzienlijk te verbeteren. Tot slot wordt verder ingegaan op hoe deze verbeterde voorspellingen van omzetgroei gebruikt worden bij het samenstellen van een aandelenportefeuille. Deze nieuwe informatiebron genereert voor een doorsnee aandelenfonds tussen de 0,25% en 0,50% extra rendement.

**Robin Niesert (l)**  
Data Scientist bij  
NN Investment  
Partners

**Tjeerd van Cappelle**  
CFA (r)  
Head of Adaptive  
Investing Equity bij  
NN Investment  
Partners



## OMZETGROEI IS EEN VOORSPELLER VAN AANDELENRENDEMENTEN

In de laatste decennia zijn internationale standaarden op het gebied van accounting verbeterd; standaarden met betrekking tot het erkennen van omzetgroei zijn verder geconvergeerd; tot slot is het elektronisch publiceren van kwartaal- en jaarcijfers en verslagen gemeengoed geworden. In de Verenigde Staten worden kwartaal- en jaarverslagen inmiddels sinds 1994 elektronisch gepubliceerd. Nu kwalitatief verbeterde omzetcijfers beschikbaar zijn dient de vraag zich aan: beïnvloed de omzetgroei van een bedrijf zijn beurskoers? Zo ja, hoe? Het idee hierachter is simpel; als omzetgroei van invloed is op aandelenkoersen, dan zou het lonen om deze te kunnen voorspellen. Als dit niet het geval is, dan heeft het voorspellen van omzetgroei ook geen toegevoegde waarde. Wanneer in dit artikel over omzetgroei gesproken wordt, dan gaat dit over de jaar-op-jaar groei van de omzet die de afgelopen twaalf maanden gerealiseerd is. Deze keuze voor jaar-op-jaar groei is gemaakt om seizoensinvloeden in de cijfers uit te sluiten.

### Omzetgroei gerelateerde maatstaven

**Omzetgroei** is de procentuele groei van de gerealiseerde omzet over de afgelopen 12 maanden ten opzichte van de voorgaande 12 maanden

**Omzetgroei-versnelling** is het verschil tussen de omzetgroei van het laatste kwartaal ten opzichte van het voorgaande kwartaal

**Omzetgroei-verrassing** is het verschil tussen de huidige omzetgroei en de geëxtrapoleerde omzetgroei op basis van de cijfers tot en met vorig kwartaal.

Om de eerste vraag te beantwoorden wordt de Informatiecoëfficiënt (IC) (Grinold, 1989) van omzetgroei berekend. Dit is gedaan voor bedrijven die opgenomen zijn in de MSCI World. De IC is de correlatie tussen omzetgroei en het aandelenrendement over het opvolgende kwartaal. Als de IC verschilt van 0 betekent het dat aandelenrendementen voorspeld kunnen worden aan de hand van omzetgroei. Deze correlatie wordt berekend per sector. Dit wordt zo gedaan vanwege twee redenen.

Ten eerste omdat de groeicijfers tussen sectoren aanzienlijk verschillen. Groei van technologiebedrijven is bijvoorbeeld intrinsiek anders dan groei van nutsbedrijven. Het is wenselijk dat de uitkomsten niet door dergelijke eigenschappen van sectoren verstoord worden. Ten tweede is de verwachting dat de aandelenkoersen van bedrijven in sectoren met lage variabele kosten (zoals bijvoorbeeld de software-industrie) fors reageren op veranderingen in omzetgroei. Voor sectoren met hoge variabele kosten (zoals bijvoorbeeld bij restaurantketens) is de verwachting juist een meer gematigde reactie. Door de unieke eigenschappen van sectoren in acht te nemen in de berekeningen, kan worden vastgesteld of er inderdaad verschillen tussen sectoren zijn. Om toch een geheel beeld te krijgen worden tot slot de sector IC's geaggregeerd tot een gemiddelde over alle

sectoren. In het totaal gaat het dan om ongeveer 40000 waarnemingen in de periode 2011 – 2021. De resultaten zijn weergegeven in tabel 1.

Tabel 1  
Informatiecoëfficiënt voor verschillende bewerkingen op omzetgroei, januari 2011 t/m juni 2021

Informatiecoëfficiënt	Alle Sectoren	Software & Services
Omzetgroei	4.7% **	12.3% **
Omzetgroei-versnelling	5.7% **	9.1% **
Omzetgroei-verrassing	6.2% **	11.9% **
Verschil Verrassing en Versnelling	0.5% *	2.8% **

Bron: NN Investment Partners

\* p < 5% \*\* p < 1%

### Infomatiecoëfficiënt

De informatiecoëfficiënt (IC) is een maatstaf die de vaardigheid aangeeft om rendementen te voorspellen.

In de praktijk liggen IC's tussen de 0% en 10%. Om intuïtie te krijgen bij de waarde van een IC, kan deze vertaald worden naar de vaardigheid van het voorspellen van kop of munt.

Een IC van 6% zou een vaardigheid betekenen om gemiddeld 53 van de 100 keer juist kop of munt te voorspellen. Een IC van 0% betekent geen vaardigheid. Dan wordt dus gemiddeld 50 van de 100 keer kop of munt juist voorspeld.<sup>2</sup>

De eerste bevinding is dat voorkennis van omzetgroei een IC heeft van 4,7%. Dat is omvangrijk en biedt perspectief voor een strategie gebaseerd op omzetgroei.

De vervolgvraag die we kunnen stellen is wat dit verband verklaart. De omzetgroei van bedrijven blijkt behoorlijk aanhoudend te zijn (zie tabel 2). Als bedrijven op basis van hun huidige omzetgroei worden gerangschikt, dan is deze rangschikking het volgend kwartaal voor 60% hetzelfde. Uit deze observatie is het idee voortgekomen om te kijken of het de verrassing in omzetgroei is die aandelenkoersen beweegt.

Er zijn verschillende mogelijkheden om deze verrassing te bepalen, zoals de mate waarin omzetgroei afwijkt:

- van wat analisten verwachten, of
- van de omzetgroei bij de vorige rapportage (omzetgroei-versnelling), of
- van een regressie op de laatst gerapporteerde omzetgroei (omzetgroei-verrassing).<sup>3</sup>

Er is voor dat laatste mogelijkheid gekozen. De verwachtingen van analisten kunnen tussentijds aangepast worden en zijn niet voor alle bedrijven beschikbaar, dus deze mogelijkheid is minder geschikt. De reden om niet te kiezen voor de omzetgroei-versnelling is omdat groeicijfers de neiging hebben naar hun gemiddelde terug te keren.

De omzetgroei verrassing laat een IC van 6,2% zien. Dat is een aanzienlijke toename ten opzichte van de 4,7% voor omzetgroei. Daarom zal het onderzoek zich verder richten op het voorspellen van omzetgroei verrassing.

Tabel 2  
Autocorrelatie van verschillende bewerkingen op omzetgroei, januari 2011 t/m juni 2021

Autocorrelatie	1 kwartaal	2 kwartalen
Omzetgroei	60% **	48% **
Omzetgroei versnelling	-8% **	1%
Omzetgroei verrassing	-6% **	3%

Bron: NN Investment Partners  
De kolom "1 kwartaal" geeft de correlatie weer met de eerstvolgende kwartaalrapportage. De kolom "2 kwartalen" geeft de autocorrelatie weer met de tweede opvolgende kwartaalrapportage  
\* p < 5% \*\* p < 1%

Tabel 3 laat de omzetgroei verrassing IC zien voor de top 5 sectoren in omvang binnen de MSCI World. De IC van de Software en Services is zelfs 11,9%. Omdat dit meteen een grote sector betreft (12% van MSCI World) is hier in het onderzoek prioriteit aan gegeven.

Tabel 3  
Informatiecoëfficiënt van omzetgroei verrassing voor de top 5 sectoren in omvang, januari 2011 t/m juni 2021

Sector	Gewicht	IC
Software & Services	11,8%	11,9%
Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	7,5%	8,3%
Media & Entertainment	7,2%	9,8%
Capital Goods	7,1%	6,0%
Technology Hardware & Equipment	6,1%	5,7%

Bron: MSCI, NN Investment Partners  
De kolom "gewicht" geeft het marktgewicht van de sector binnen de MSCI World index weer

Nu vastgesteld is dat het loont om de verrassing in omzetgroei goed te kunnen voorspellen, wordt nader bekeken welke methoden daarvoor beschikbaar zijn.

### ER ZIJN VERSCHILLENDE METHODEN OM OMZETGROEI TE VOORSPELLEN

Eén van de meest traditionele methoden is om gebruik te maken van analisten. Bij het zelf doen van analyses is het lastig om het volledig universum op een consistente manier te voorspellen. Een analist volgt doorgaans tussen de 30 en 50 bedrijven en de gehele software en services sector is al omvangrijker. Dan zijn er meerdere analisten nodig die niet altijd op een consistente wijze te werk gaan.

Een alternatief is om gebruik te maken van gemiddelden van sell-side analisten. Hierdoor worden de schattingen beter vergelijkbaar. Eventueel kan ervoor gekozen worden om analisten met een goed trackrecord een groter gewicht te geven. In dat geval zal het gewogen gemiddelde nog beter voorspellend zijn. Over de afgelopen 10 jaar hebben we een 30% correlatie

gemeten tussen de koersontwikkeling van bedrijven en aanpassingen van omzetverwachtingen van analisten. Bij een gunstige koersontwikkeling worden dan gunstige omzet en winstcijfers voorspeld. Dat vinden we voor dit onderzoek onwenselijk omdat we juist op zoek zijn naar de verrassing.

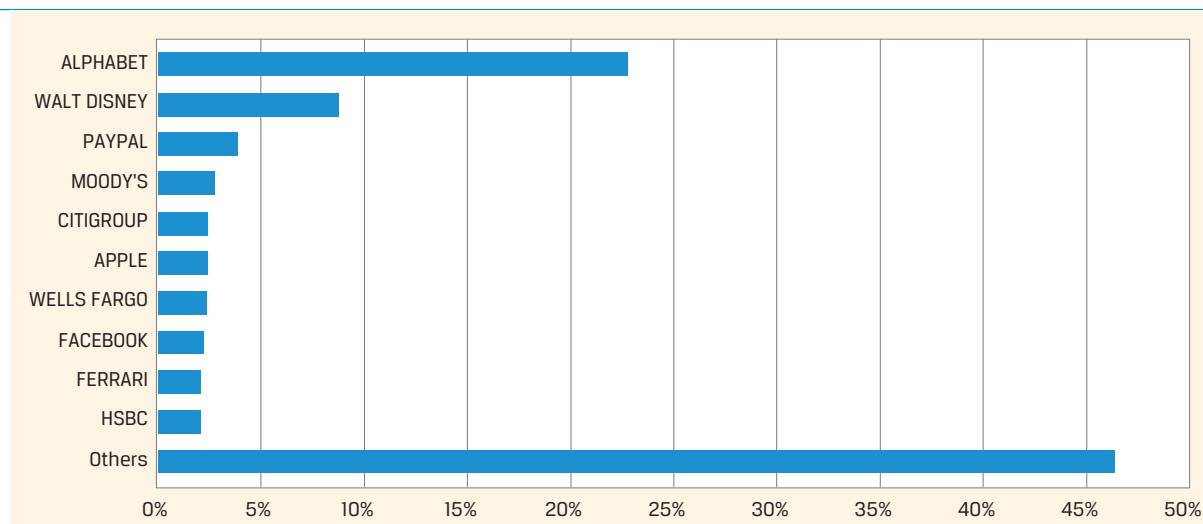
Een manier die de laatste jaren in opkomst is om de omzetgroei te voorspellen, is door gebruik te maken van transactiedata. Voor bepaalde sectoren en landen is geaggregeerde transactiedata te koop. Te denken valt aan consumententransacties of ziektekostendeclaraties. Dergelijke data worden vergaard via bedrijven die transacties verwerken, via loyalty programma's of verkregen van zorgverzekeraars. In verschillende regio's en landen gelden verschillende regels voor gegevensbescherming. Hierdoor zal de transactiedata nooit de gehele markt kunnen dekken. Voor restaurants en medicijngebruik zijn er bijvoorbeeld in de Verenigde Staten zeer representatieve datasets.

Eerder onderzoek heeft vastgesteld dat 80% van de relevante data in ongestructureerde (tekst)vorm beschikbaar is (Bhattacharya et al., 2021). Dat is een aanzienlijke alternatieve bron van data. De methode die in dit artikel beschreven wordt maakt dan ook gebruik van tekst. Er is voor gekozen om vanuit uitspraken van het management van een bedrijf omzetgroei te voorspellen. De gedachte hierachter is dat de communicatie van een bedrijf indicatief is voor de toekomst. Te denken valt aan uitspraken over de uitbreiding of het terugschroeven van productiecapaciteit, of het aannemen van personeel, etc. Voor de keuze van de data is er in eerste instantie gezocht naar een dataset die zo consistent mogelijk is en een even grote dekking geeft voor bedrijven, ongeacht hun omvang. Het vinden van een tekstbron die een gelijkmatige dekking geeft over bedrijven is nog niet zo eenvoudig. Uit figuur 1 wordt duidelijk dat meer dan 50% van alle artikelen in het financiële nieuws en de sociale media zich slechts met tien bedrijven bezighouden. De gelijkmatige dekking is van belang omdat bij een scheve verdeling in de dekking deep learning modellen de neiging hebben om slechter te generaliseren. De uiteindelijke keuze is gevallen op de managementdiscussie die bedrijven in de Verenigde Staten verplicht registreren bij de SEC als onderdeel van hun kwartaal- of jaarrapportage. De zogenaamde 'SEC-filings' worden sinds 1994 elektronisch aangeleverd, zodat er ook voldoende historie is om onze methode mee te testen. Aangezien elk bedrijf per kwartaal één keer rapporteert is de dekking precies gelijk. Een bijkomend argument om de data te beperken tot de Verenigde Staten is dat resultaten dan niet negatief beïnvloed worden door verschillen in accountingstandaarden.

### DE ONTWIKKELING VAN NATURAL LANGUAGE PROCESSING TECHNIKEN

Het geautomatiseerd verwerken van tekst (Natural Language Processing, kortweg NLP) behoort inmiddels tot een gangbare techniek binnen vermogensbeheer. De eerste NLP-methoden werkten met vaste regels die onderzoekers zelf definieerden. Hedendaagse modellen leren daarentegen hun taalkundig begrip grotendeels zelfstandig uit tekstdata met minder en minder voorgeschreven regels of preconcepties over hoe taal

Figuur 1  
Aandeel per bedrijf in  
alle artikelen in  
financiële nieuws en  
sociale media  
gedurende novem-  
ber 2020



Bron: MarketPsych, NN Investment Partners

hoort te werken. Deze evolutie van NLP is goed te omschrijven aan de hand van de drie hoofdtype NLP-methodes die elkaar logischerwijs opgevolgd hebben.

Allereerst is er statistische NLP. Bij statistische NLP wordt tekst samengevat in een aantal statistische attributen. Bijvoorbeeld de frequentie waarmee bepaalde woorden voorkomen. Aan de hand van deze attributen kunnen voorspellingen gedaan worden, bijvoorbeeld van sentiment. Het tweede type NLP-modellen maakt gebruik van neurale netwerken in combinatie met zogenaamde “word embeddings”. Word embeddings zetten woorden om in vectoren van getallen. Woorden die ongeveer hetzelfde betekenen hebben ongeveer dezelfde numerieke waarden. De vectoren kunnen bij elkaar worden opgeteld en afgetrokken, waarbij de uitkomst taalkundig logisch is. Bijvoorbeeld in vectoren zou de uitkomst van “koning – man + vrouw” “koningin” zijn. De meest recente stap in de evolutie van NLP-technieken is de introductie van grote neurale netwerken die vooraf getraind zijn op een enorme hoeveelheid tekst van diverse bronnen. Dit leidt tot een sterke verbetering ten opzichte van traditionele Word Embeddings doordat de woordrepresentaties contextbewust zijn. Voor de specifiekere taken en kleinere datasets die men in praktische applicaties dikwijls tegenkomt worden deze modellen vaak kort verder bijgetraind.

Het meest bekende voorbeeld van dit soort neurale netwerken is BERT (Bidirectional Encoder Representation from Transformers) (Devlin et al., 2019). BERT verwerkt 512 woorddelen in één keer en vertaalt dat naar vectoren. BERT is ontwikkeld door Google en is momenteel één van de beste modellen als het gaat om taken waarbij taalbegrip van belang is. Eén van deze taken is het voorspellen van de volgende zin die iemand zal zeggen of schrijven. Er bestaan varianten van BERT die getraind zijn voor specifieke soorten tekst. Zo is er FinBERT (Araci, 2019) dat specifiek getraind is voor het verwerken van taal die binnen financiële instellingen gebruikt wordt. Een andere variant is RoBERTa (Liu et al., 2019), welke op 10 keer zo veel tekst is getraind in vergelijking met BERT en een meer robuuste methodiek gebruikt voor het trainen van het model. De extra

tekst komt van algemeen nieuws en andere van internet afkomstige tekstbronnen.

### NATURAL LANGUAGE PROCESSING IN DE PRAKTIJK

Zoals eerder opgemerkt is in het onderzoek prioriteit gegeven aan de Software en Services sector in de Verenigde Staten. Vanaf 1994 is bepaald welke beursgenoteerde bedrijven in deze sector actief waren. Van elk van deze bedrijven zijn de historische SEC filings gedownload. Vervolgens is uit elke rapportage de managementdiscussie gehaald en de verrassing in omzetgroei in het daaropvolgend kwartaal bepaald. Met deze managementdiscussies en omzetgroei verrassingen zijn verschillende deep learning modellen getraind.

De data is opgedeeld in een trainingset, een validatieset en een testset. De trainingset wordt gebruikt om modellen te trainen, hiertoe is de data uit de periode 1994 tot en met 2002 gebruikt. De validatieset wordt gebruikt om te kijken hoe de verschillende modellen generaliseren en om het beste model te selecteren. Voor de validatie hebben we de data van 2003 tot en met 2007 gebruikt. Tot slot wordt het uiteindelijk geselecteerde model nog een keer getest op data die nog niet eerder gezien is. Dit om te verifiëren dat de uiteindelijke modelkeuze goed generaliseert. Voor de test gebruiken we data van 2008 tot en met 1 juli 2021. Zowel bij de validatie- als bij de testperiode wordt gewerkt met een rollend schema. Na elk jaar worden de modellen opnieuw getraind met het jaar aan extra data. Bij traditioneel econometrisch onderzoek wordt de data in het algemeen opgedeeld in ‘in-sample’ en ‘out-of-sample’ data. In de machine learning methoden komt de trainingsdata overeen met de ‘in-sample’, maar wordt de ‘out-of-sample’ data nog een keer opgesplitst in validatie en test data. Daarbij kan de validatiedata gebruikt worden om bepaalde modelkeuzes te maken, dit wordt ‘hyperparameter-tuning’ genoemd.

In het trainen, valideren en testen is het van belang vooraf evaluatiecriteria vast te leggen. In dit geval zijn dat er twee. Allereerst wordt geëvalueerd hoe goed het model bedrijven weet te rangschikken op basis van de verrassing in omzetgroei. Er is

gekozen voor een rangschikking omdat uiteindelijk de beste bedrijven in de aandelenportefeuille moeten komen. Daarnaast is rangschikking een robuustere maatstaf dan traditionele criteria zoals de gemiddelde kwadratische fout.

Het tweede criterium is meer kwalitatief. Er wordt een analyse gemaakt van het belang van verschillende inputs in de uiteindelijke voorspelling. Het relatieve belang van de verschillende inputs dient plausibel te zijn. Verderop in dit artikel wordt daar dieper op in gegaan.

Er is geëxperimenteerd op de trainingset met verschillende modellen: RoBERTa en FinBERT. De deep learning modellen hebben nog een laatste lineaire netwerklaag gekregen die de uitkomst samenvat in een voorspellende score. Er is besloten te focussen op verschillende methoden met FinBERT. Ter validatie zijn sommige experimenten herhaald met RoBERTa.<sup>4</sup>

Voor het gehele model is de rangschikking van bedrijven het selectiecriterium. Het model wordt getraind op stukken tekst betreffende individuele bedrijven. Voor die training wordt een loss-functie gekozen die geminimaliseerd wordt. De validatie data set wordt gebruikt om te bepalen met welke loss-functie de beste voorspelling van de rangschikking wordt bereikt. De loss-functie die speciaal voor soortgelijke rangschikkingsproblemen is ontwikkeld, CORAL (CONSistent RANk Logits) (Cao, et al., 2019) gaf het beste resultaat op de validatieset. Er is dan ook voor CORAL gekozen als loss-functie.

De data is gesplitst in een training-, validatie- en testset. FinBERT is geselecteerd als pre-trained NLP-model en de loss-functie voor de training is gekozen. Hierna moet het model en trainingsopzet geanalyseerd worden.

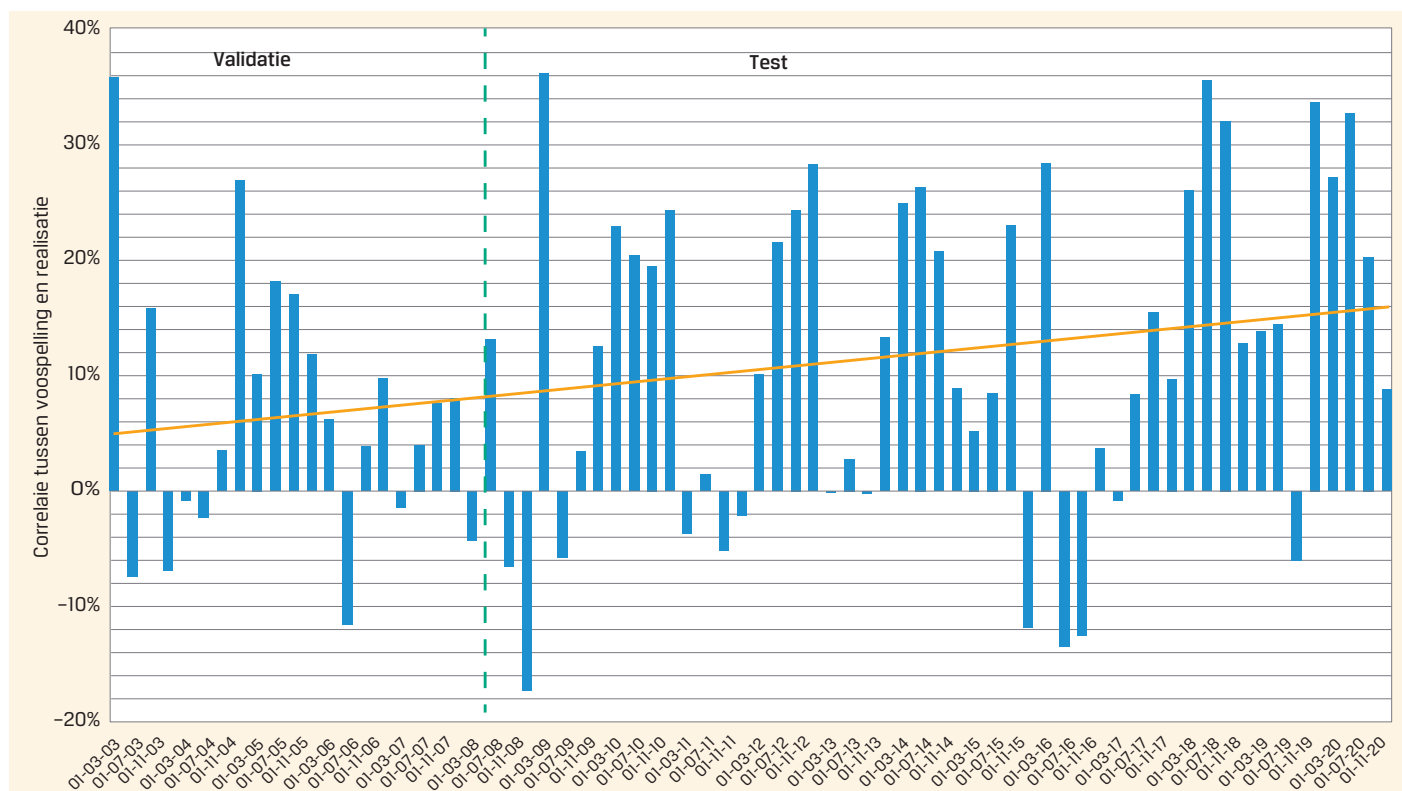
### EEN GOED ONTWERP VAN DEEP LEARNING MODELLEN IS NOODZAKELIJK

Deep Learning modellen zijn erg flexibel en daardoor in staat om complexe, niet-lineaire verbanden te leggen. Echter door die hoge mate van flexibiliteit zijn ze ook ontvankelijker dan andere modellen voor het onbedoeld aanleren van eenvoudige verbanden die wel aanwezig zijn in de trainingsdata, maar niet optreden buiten de trainingsdata. In het geval van het trainen op omzetgroei zou het bijvoorbeeld zo kunnen zijn dat wordt aangeleerd bij welk bedrijf welke omzetgroei hoort.

Om het aanleren van niet-generaliserende verbanden te voorkomen is het noodzakelijk om het model en de trainingsopzet goed te ontwerpen. Er is een aantal principes gevolgd in het ontwerp van het model en de trainingsopzet:

- Ten eerste is tijdens de training geanalyseerd welke stukken tekst het meest bijdragen aan voorspellingen.<sup>5,6</sup> Op die manier is nagegaan of het plausibel is dat het model generaliseert. Een veel voorkomend probleem is dat een model veel belang hecht aan tijdsgebonden uitspraken. Denk dan bijvoorbeeld aan tekst gerelateerd aan een specifieke gebeurtenissen zoals de uitbarsting van de IJslandse vulkaan in 2010. Dit vormt een probleem omdat deze gebeurtenis zo specifiek is dat het onwaarschijnlijk is dat het naar de toekomst generaliseert.

Figuur 2  
Kwaliteit van het FinBERT model over 2003 t/m 2020. 2003 t/m 2007 is de validatieset, 2008 t/m 2020 is de testset



Bron: NN Investment Partners

- Ten tweede is getest in welke mate een model in staat is bepaalde (ongewenste) eenvoudige verbanden te leggen. In het geval van managementdiscussies is getest hoe goed het model op basis van de gebruikte tekst kan bepalen bij welk bedrijf de managementdiscussie hoort. Het blijkt dat een model in meer dan 80% van de gevallen correct kan identificeren welk bedrijf een managementdiscussie geschreven heeft.
- Tot slot is de training zo ingericht dat zo min mogelijk voordeel te halen is uit het leren van eenvoudige verbanden. Door op een rangschikking te sturen in plaats van absolute cijfers wordt bijvoorbeeld heel veel tijdsafhankelijkheid weggehaald. En door op de verrassing in omzetgroei te trainen wordt geen profijt meer behaald uit het herkennen van welk bedrijf de managementdiscussie heeft geschreven.

### AANGETOOND VERBAND TUSSEN VOORSPELENDE EN GEREALISEERDE OMZETGROEIVERASSINGEN

Na de training en de validatie wordt het model uiteindelijk getest. Er is gekozen voor een model waarin FinBERT wordt bijgetraind op de managementdiscussies. De vectoren die uit FinBERT komen worden geoptimaliseerd om de rangschikking van de verrassing in omzetgroei te voorspellen. Bij de test wordt het model elk jaar weer bijgetraind. Dit heeft tot gevolg dat in de loop van de test meer data beschikbaar komt en we verwachten dan ook een geleidelijk beter wordend model.

Tabel 4 laat de resultaten zien. We vergelijken de performance van het FinBERT model over de validatieperiode en de testperiode. De performance wordt gemeten als de Spearman Correlatie (rangcorrelatie) tussen voorspelde omzetgroei verrassing en gerealiseerde omzetgroei verrassing. Er is te zien dat het model het inderdaad beter doet in de testperiode dan in de validatieperiode. Met een gemiddelde correlatie van 11,6% in de testperiode presteert het model ronduit goed. In de validatie periode hebben we ook een vergelijkbare test gedaan met RoBERTa. Het valt op dat FinBERT aanzienlijk beter presteert. De verklaring daarvoor is dat FinBERT specifiek op financiële teksten is getraind.

Tabel 4  
Samenvatting van de resultaten met het RoBERTa en het FinBERT model

Resultaten	Spearman Correlatie
RoBERTa – 2003 t/m 2007 (validatie)	2,3%
FinBERT – 2003 t/m 2007 (validatie)	7,4%
FinBERT – 2008 t/m 2020 (test)	11,6%

Bron: NN Investment Partners

In figuur 2 wordt getoond hoe de resultaten er van kwartaal tot kwartaal uitzien. Wat opvalt is dat de gevonden rangcorrelatie tussen voorspelde omzetgroei verrassing en gerealiseerde omzetgroei verrassing met het verstrijken van de tijd verbetert en dat er geen grote negatieve uitschieters te zien zijn. Dit geeft aan dat het model goed generaliseert en dat het beter wordt naarmate er meer tekst beschikbaar komt.

### GEBRUIK VAN NLP-TECHNIKEN BIJ HERBALANCERING AANDELENPORTEFEUILLE

Er is nu een nieuwe informatiebron op basis van SEC filings: de rangschikking van omzetgroei verrassing. Deze informatie komt eerder en regelmatig binnen dan het door de accountant gecontroleerde jaarverslag. Hoe kan deze informatie het beste in de portefeuille gebruikt worden? Aangezien de informatie een rangschikking betreft binnen een sector heeft de informatie de meeste toegevoegde waarde in het selecteren van aandelen binnen de sector. Het sectorgewicht binnen de portefeuille blijft dus ongewijzigd. Op het moment dat een bedrijf zijn resultaten bekend maakt en dus ook zijn managementdiscussie publiceert, wordt deze verwerkt tot een score. Een hoge score betekent een grote kans op een relatief positieve verrassing in omzetgroei. Deze score wordt vervolgens omgezet in een verwacht rendement op het aandeel in het bedrijf. Het verwachte rendement op basis van omzetgroei verrassing wordt gecombineerd met de verwachte rendementen op basis van andere informatie. Met al deze informatie wordt dagelijks een nieuwe modelportefeuille berekend. De modelportefeuille wordt voor twee doeleinden gebruikt. Ten eerste als doelportefeuille om naar toe te sturen als er geld belegd of vrijgemaakt moet worden. Ten tweede om de portefeuille te herbalanceren als de afweging tussen rendement, risico en kosten gunstig is. De publicatie van resultaten vindt doorgaans in een periode van twee tot drie weken plaats. Gedurende deze weken wordt het dan op basis van de nieuw vrijgekomen informatie gunstiger om te herbalanceren. Bedrijven maken op voorhand bekend wanneer ze gaan publiceren en zodra genoeg bedrijven gepubliceerd hebben, wordt de portefeuille geherbalanceerd. Een historische analyse heeft uitgewezen dat voor een doorsnee actief beheerd aandelenfonds deze nieuwe informatiebron jaarlijks tussen de 0,25% en 0,50% extra performance oplevert.<sup>7</sup> Dit is bij een turn-over van tussen de 30% en 60%. In de analyse zijn de gebruikelijke restricties, zoals UCITS regels en geen short-selling meegenomen. Er is van uitgegaan dat er eens per kwartaal wordt geherbalanceerd en een schatting van transactiekosten is in mindering gebracht op het resultaat. Dit extra rendement komt bovenop het gebruik van andere beschikbare informatie.

### CONCLUSIE

Met behulp van de meest vooraanstaande NLP-technieken zijn we in staat om betere voorspellingen te maken van omzetgroei. Het gebruik van dergelijke technieken vereist specifieke kennis en een goed ontwerp van deep learning modellen is onmisbaar. Deze nieuwe informatiebron wordt vertaald in verwachte rendementen. Op basis van die rendementen wordt de aandelenportefeuille geherbalanceerd. Dit levert voor een doorsnee aandelenfonds tussen de 0,25% en 0,50% extra rendement op. We zien dat accountingstandaarden en rapportages verbeteren en internationaal convergeren. Des te beter en consistentere de kwaliteit van rapportages is, des te groter de kans van succes zal zijn in het voorspellen van omzet. Doordat accountingstandaarden en rapportages internationaal convergeren kunnen NLP-technieken in de toekomst nog breder ingezet worden om omzetgroei te voorspellen.

### Literatuurlijst

- Araci, D., 2019 FinBERT: Financial Sentiment Analysis with Pre-trained Language Models  
arXiv preprint arXiv:1908.10063.
- Bhattacharya, P., Reinders, S., Lanchenko, A., Janssen, L., Braadhaart, J., 2021 Natural language processing: Translating the 80% blind spot  
Artikel op: <https://www.nnip.com/nl-NL/professional/insights/specials/natural-language-processing-translating-the-80-percent-blind-spot>
- Cao, W., Mirjalili, V., & Raschka, S., 2020, Rank consistent ordinal regression for neural networks with application to age estimation. *Pattern Recognition Letters*, vol. 140, pages 325-331.
- Grinold, R., 1989, The Fundamental law of Active Management. *Journal of Portfolio Management*, vol. 15, no. 3, pages 30-37.
- Devlin, J., Chang, M. W., Lee, K., & Toutanova, K., 2019, BERT: Pre-training of Deep Bidirectional Transformers for Language Understanding. In *NAACL-HLT*, pages 4171–4186, Minneapolis, Minnesota.
- Liu, Y., Ott, M., Goyal, N., Du, J., Joshi, M., Chen, D., Levy, O., Lewis, M., Zettlemoyer, L. en Stoyanov, V., 2019. Roberta: A robustly optimized bert pretraining approach  
arXiv preprint arXiv:1907.11692.

### Noten

- 1 De auteurs danken Daan van Everdingen, Renée Schellekens, Jacob van Gelder, Rani Piputri, Judit van der Geest, Jaco Rouw, Siu-Kee Chan en de reviewers van het VBA Journaal voor hun suggesties om dit artikel te verbeteren.
- 2 De kans op een juiste voorspelling van kop of munt als functie van IC is:  $IC + (1-IC)/2$ .
- 3 Het model waaruit de omzetgroei verrassing wordt verkregen is een autoregressief model (AR(1)). Er is met een ADF test vastgesteld dat de tijdreeks stationair is.
- 4 De verschillende pre-trained modellen zijn te downloaden via het huggingface transformers Python package te vinden op: <https://github.com/huggingface/transformers>. Deze downloads horen bij het overzichtsartikel Wolf, T., Chaumond, J., Debut, L., Sanh, V., Delangue, C., Moi, A., ... & Rush, A.M. (2020). Transformers: State-of-the-art natural language processing. In *Proceedings of the 2020 Conference on Empirical Methods in Natural Language Processing: System Demonstrations* (pp. 38-45)
- 5 Een algemeen overzicht van visualisatie- en inspectietechnieken die kunnen helpen bij het ontwerpen van een deep learning model zijn te vinden in Xie, N., Ras, G., van Gerven, M. & Doran, D., 2020 Explainable Deep Learning: A Field Guide for the Uninitiated, arXiv preprint arXiv:2004.14545.
- 6 Een specifiek tool om BERT, FinBERT en RoBERTA te visualiseren is beschreven in Vig, J. (2019), A Multiscale Visualization of Attention in the Transformer Model. *Proceedings of the 57th Annual Meeting of the Association for Computational Linguistics: System Demonstrations* (pp. 37-42) en is te vinden op <https://github.com/jessevig/bertviz>.
- 7 In de historische analyse van het rendement dat hoort bij deze informatiebron wordt het volgende veronderstelt:
  - a. De meest gangbare restricties zijn van toepassing. Te denken valt aan UCITS regels, geen short-selling en limieten op individuele aandelenposities;
  - b. Transactiekosten (one-way) zijn 0,25%;
  - c. Deze informatiebron is alleen voor bedrijven uit de Verenigde Staten beschikbaar;
  - d. Het risico budget is voor deze informatiebron tussen de 0,5% en 1%.



# Auditing in een wereld waar geld etherisch is geworden: I.T.E.O.T.B.

'Is geld nog wat het was?' In 2020 ging ik me dat afvragen door twee fenomenen die toen naar mijn indruk niet meer waren af te doen als een hype die weer overwaait, respectievelijk een eenmalige gebeurtenis. Met stijgende verbazing zag ik hoe de populariteit van cryptomunten als betaal- of speculatieinstrument explodeerde. Niks winst, huur, pacht, dividend of coupon als zekerheid om een crypto als belegging geloofwaardig te maken. Tegelijkertijd – en los daarvan – zag ik de ECB met zijn opkoopprogramma's, in een poging de verwachte economische implosie als gevolg van lock-down te temperen, ongelimiteerd geld beschikbaar maken voor overheden en bedrijven.

In beide situaties werden oude, ijzeren axioma's van prudent financieel handelen probleemloos overboord gegooid. Dus ook niks buffers of extra belastinginkomsten als steunpilaren onder overheidfinanciering. De opkoopprogramma's na de kredietcrisis van 10 jaar geleden waren al Keynes tot de 3e macht, maar dat die truc in 2020 klakkeloos kon worden herhaald en geïntensiveerd impliceerde een afscheid van oude waarheden. Maar goed, het medicijn werkte, en niemand zeurt erover. Het is enerzijds bevrijdend dat traditioneel, prudent fiscaal beleid nu bij het vuilnis werd gezet (in de Griekenland-crisis klopten Mark Rutte en Jeroen Dijsselbloem zich ermee op de borst), maar het is ook heel wonderlijk. Geld is nu, meer dan ooit, etherisch.

Dit blijkt nog duidelijker uit die doorbraak van cryptomunten; het vertrouwen dat er genoeg partijen zijn die in de waarde van virtuele munt geloven, is al voldoende voor bestaansrecht. Helemaal nieuw is dat natuurlijk niet want als beleggingsobject lijken crypto's op goud, en ook wel op kunst. Ook dat zijn beleggingen zonder *yield*, en in essentie fiduciair. Een schilderij van Mondriaan, niet meer dan wat canvas, hout en opgedroogde verf, kan tientallen miljoenen representeren. *Beauty, are in the eye of the beholder*. Nieuw is dat niet alleen uitgevers van crypto's daarop speculeren, maar dat ook centrale banken dit nu onomwonden accepteren.



Een vraag die opkomt in zo'n wereld waarin de aard van geld echt veranderde, is wat dat betekent voor auditors die cijfers moeten certificeren van bedrijven die met dat nieuwe geld werken. Nu is dat nog een marginaal verschijnsel; wellicht ook omdat een deel van de bedrijven die graag met crypto's werken, in het grijze of zwarte circuit opereren. Als die ook in de bovenwereld een 'avatar' hebben, zullen ze daarin over hun crypto-zaken vast niet rapporteren. De kwestie wordt meer actueel als er serieuze ondernemingen ontstaan die legaal zaken doen in meerdere crypto's, bijvoorbeeld Tesla. Vaktechnici bedachten

inmiddels een oplossing: behandel crypto's als immateriële activa. Dus rapporteer winst pas als die is gerealiseerd en omgezet is in een erkende valuta. En boek af zodra de waarde – in erkende valuta – lager is dan bij aanschaf. Maar dat veronderstelt een meetlat in een klassieke valuta. Bovendien zullen accountants verantwoordingsdocumenten moeten beoordelen waarin op de balans niet alleen onder de activa immateriële waarden (zoals goodwill) voorkomen maar ook onder de passiva en in de resultaten. En hoe moet het straks met bedrijven die nog uitsluitend zaken doen in crypto's? Als bedrijfsresultaten binnen één erkende valuta al heftig kunnen fluctueren, hoe kan dan een jaarrekening houvast bieden waarin ook de diverse munteenheden als jojo's op en neer gaan? Om een jaarekening onder één nummer te brengen zou één crypto als rapportage-eenheid gekozen moeten worden, en andere munten via een wisselkoers daarin moeten worden uitgedrukt. Maar is Ethereum's of Dashes terugrekenen naar Bitcoins niet zoiets als Andy Warhol-eenheden omrekenen in Damian Hirst-munten? Mij duizelt het. Hoe moet dat? Elk balansitem clausuleren als een soort P.M.-post? Dus met de toevoeging: I.T.E.O.T.B. (*In the eye of the beholder*)? Ik wens accountants en beleggers veel succes!

*Bert Bakker*  
Freelance financieel-economisch journalist en publicist

# Falende accountants maken zelf gewekte verwachtingen niet waar

OM VAN TOEGEVOEGDE WAARDE TE BLIJVEN, MOETEN ACCOUNTANTS HUN PRESTATIES VERBETEREN

Marcel Pheijffer

## INLEIDING

De accountant staat te boek als ‘vertrouwensman van het maatschappelijk verkeer’. Het is een kwalificatie van professor Théodore Limperg, die ongeveer een eeuw geleden in zijn ‘vertrouwensleer’ een belangrijke theoretische grondslag en fundament heeft neergelegd voor het accountantsberoep. In de huidige tijd is er echter veel kritiek op accountants (organisaties). Het vertrouwen in de accountant is – met name de laatste decennia – geërodeerd. Toezichhouders, politici, onderzoeks-

commissies, rechters en media zijn kritisch op accountants. Maar ook behartigers van beleggersbelangen zoals de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) en Deminor laten zich regelmatig horen. Meestal vormen fraudeschandalen of faillissementen daartoe de aanleiding. Namen van beursgenoteerde ondernemingen zoals Ahold, Carillion, Enron, Imtech, SBM Offshore, Steinhoff, Thomas Cook, Wirecard en vele financiële instellingen kregen er een negatieve connotatie door.

Kortom, genoeg reden om in deze bijdrage in te gaan op deze thematiek. Ten eerste door de vertrouwensleer van Limperg en de door accountants gewekte verwachtingen aan de orde te stellen. Ten tweede door de erosie van het vertrouwen in de accountant te illustreren aan de hand van enkele boekhoudschandalen. Ten derde door dit te duiden aan de hand van enkele rapporten van onderzoekscommissies. Ten vierde door vanuit beleggersperspectief in te gaan op noodzakelijke veranderingen binnen de accountancy.

## DE VERTROUWENSLEER VAN LIMPERG

Théodore Limperg is zeer belangrijk geweest voor de ontwikkeling van de accountancy. Nationaal en internationaal werd hij geroemd en gerespecteerd. Limperg was uitstekend in staat begrippen helder te duiden en af te bakenen, kaders te scheppen en dit alles schriftelijk en verbaal uit te dragen. Vaardigheden die passen bij een academicus. Hij was dan ook niet voor niets hoogleraar, maar wel eentje die zijn kennis en kunde baseerde op een rijke praktijkervaring. Het feit dat hij ‘met zijn voeten in de klei’ had gestaan is een verklaring voor zijn sterke aandacht voor de accountant in relatie tot de maatschappij. Zo heeft hij altijd benadrukt dat een belangrijk product van accountantsarbeid – de accountantsverklaring – er niet alleen is voor de cliënt als opdrachtgever van de accountant, maar vooral voor degenen die uiteindelijk kennisnemen van de verklaring en die daarop vertrouwen. Zoals (potentiële) beleggers.

Langs die weg komt Limperg ook uit op het ‘maatschappelijk verkeer’. Hij stelt in zijn vertrouwensleer:

*"De accountant-vertrouwensman ontleent zijn algemeene functie in het verkeer aan de behoefte aan deskundige en onafhankelijke controle en de behoefte aan een op die controle gegrond deskundig en onafhankelijk oordeel. De functie wortelt in het vertrouwen, dat in het maatschappelijk verkeer*

### Marcel Pheijffer

is als hoogleraar Accountancy verbonden aan Nyenrode Business Universiteit. Hij is tevens als hoogleraar Forensische Accountancy aan Universiteit Leiden verbonden. Voorts is hij columnist in het Financieele Dagblad en voor de website [www.accountant.nl](http://www.accountant.nl).



*gesteld wordt in de doeltreffendheid der controle en in het oordeel van den accountant. Dat vertrouwen is dus bestaansvoorwaarde voor de functie; wordt het vertrouwen beschaamd, dan wordt ook de functie vernietigd, want zij wordt nutteloos."*

Limpercg legt uit dat de functie van vertrouwensman – en daarmee van de accountant – is ontstaan omdat het maatschappelijk verkeer geen of onvoldoende vertrouwen stelt in de mededeling en het oordeel van functionarissen die aan de te controleren organisatie zijn verbonden en daarvan niet onafhankelijk zijn. En – aldus nog steeds Limpercg – vormt daarom het vertrouwen in de doeltreffendheid van de controle en in het oordeel van de accountant, de bestaansgrond van diens functie. Dit blijkt ook uit het volgende citaat waarin tevens wordt aangegeven op welke wijze Limpercg het maatschappelijk verkeer definieert:

*"de groote beteekenis van zijn ambt wordt ontleend aan zijn functie van vertrouwensman van de onpersoonlijke maatschappij, van de spaarders en van de andere belanghebbenden, die niet zijn opdrachtgevers zijn. Die functie van vertrouwensman van het maatschappelijk verkeer is verreweg de belangrijkste functie van den accountant. Zij geeft den hoofdinhoud aan zijn ambt, bepaalt ook in hoofdzaak zijn economische rol in de maatschappij."*

Er was ook kritiek op Limpercg. Tegenstanders van de vertrouwensleer waren bang dat de accountant bij toepassing van de vertrouwensleer zou worden overgeleverd aan *"de onberekenbare verwachtingen van den man in the street"*. Limpercg pareerde die kritiek door erop te wijzen dat de accountant geen verwachtingen mag wekken die hij niet kan waarmaken. Zolang de accountant dat doet, zal de maatschappij verstandelijk en redelijk reageren en de norm van vertrouwen niet hoger stellen dan van een bekwaame en zorgvuldige accountant mag worden verwacht. Limpercg stelt dan ook niet uit te gaan van de verwachtingen van *"een of andere willekeurige door een dom of ontoerekenbaar individu aangelegde maatstaf"*, maar wel van die van de *"verstandige leek"*.

#### DOOR ACCOUNTANTS GEWEKTE VERWACHTINGEN

In dit artikel wordt geconstateerd dat het vertrouwen in accountants is geërodeerd. Dat komt doordat de door accountants gewekte verwachtingen, door hen niet altijd worden nagekomen. Met name niet als het gaat om voor beleggers belangrijke onderwerpen, namelijk fraude en de (dis)continuïteit van ondernemingen.

De door accountants gewekte verwachtingen vloeien onder meer voort uit de vanuit het accountantsberoep zelf opgestelde controlestandaarden, ook wel de NV COS genoemd (deze afkorting staat voor: Nadere voorschriften controle- en overige standaarden). Daarin is bepaald dat:

*"de accountant als basis voor zijn oordeel een redelijke mate van zekerheid moet verkrijgen over de vraag of de financiële overzichten als geheel vrij zijn van een afwijking van materieel belang die het gevolg is van fraude of van fouten. Een redelijke mate van zekerheid is een hoog niveau van zekerheid."*

De standaarden schrijft ook voor dat de accountant tijdens zijn controlewerkzaamheden een professioneel-kritische instelling moet tonen en dat hij ten behoeve van zijn oordeelsvorming voldoende en geschikte controle-informatie dient te verkrijgen.

#### ER IS SPRAKE VAN EROSIE VAN HET VERTROUWEN DAT IN ACCOUNTANTS WORDT GESTELD

Voor dit artikel is van belang dat in het voorgaande citaat het onderwerp fraude een belangrijk aspect is van de accountantswerkzaamheden. Het beroep wekt dan ook de verwachting dat fraude tijdens de controle adequaat wordt geadresseerd. Dat geldt ook voor het onderwerp (dis)continuïteit. De praktijk leert dat de meeste jaarrekeningen worden opgesteld op basis van de verwachting dat de werkzaamheden zullen en kunnen worden voortgezet ('going concern'). Indien dat niet het geval is, moet de jaarrekening op basis van liquidatiewaarde worden opgesteld. De accountant dient dan ook te controleren of de juiste waarderingsgrondslag ('going concern' of 'liquidatiewaarde') is toegepast. In de controlestandaarden staat namelijk:

*"Het is de verantwoordelijkheid van de accountant om voldoende en geschikte controle-informatie te verkrijgen met betrekking tot, en om te concluderen over, de geschiktheid van het hanteren door het management van de continuïteitsveronderstelling bij het opstellen en presenteren van de financiële overzichten en om te concluderen, gebaseerd op de verkregen controle-informatie, of er sprake is van een onzekerheid van materieel belang met betrekking tot de mogelijkheid van de entiteit om haar continuïteit te handhaven."*

Op basis van deze regelgeving is het volstrekt logisch én terecht dat het maatschappelijk verkeer – inclusief beleggers – adequaat handelen van de accountant verwachten als het gaat om controlewerkzaamheden ten aanzien van fraude en (dis)continuïteit.

#### BOEKHOUDSCHANDALEN

In deze paragraaf wordt aan de hand van enkele boekhoudschandalen en rapporten van onderzoekscommissies geïllustreerd dat accountants de hiervoor geschetste en door hen opgeroepen verwachtingen niet altijd waarmaken.

#### IMTECH<sup>1</sup>

Royal Imtech was de moedermaatschappij van een technisch dienstverlenend concern dat zich onder meer richtte op elektrotechniek, automatisering en werktuigbouw. Het concern was in acht divisies georganiseerd, waaronder de divisie Duitsland en Oost-Europa. In 2013 bleek dat (onder meer) binnen die divisie onregelmatigheden en fraude hadden plaatsgevonden, waarna afboekingen van enkele honderden miljoenen euro plaatsvonden. Medio 2015 is Imtech failliet gegaan.

Al met al een hard gelag voor beleggers in deze aan de Amsterdamse beurs genoteerde onderneming. Zij zagen een vermogen aan beurswaarde verdampen, waarbij van belang is dat zowel in 2013 en 2014 nog een aandelenemissie heeft plaatsgevonden (in totaal voor 1,1 miljard euro). De curatoren van Imtech dienden tuchtklachten in tegen accountants van KPMG die werkzaamheden in het kader van de jaarrekeningen over 2011 en 2012 hadden uitgevoerd. Klachten die deels gegrond zijn verklaard en waarvoor maatregelen jegens betrokkenen zijn opgelegd. De tuchtrechter oordeelde dat de accountants bij de groepscontrole niet zorgvuldig en onvoldoende professioneel kritisch hebben gehandeld. Zo werd onvoldoende opvolging gegeven aan kritische signalen, die door de component-accountants – welke divisies controleerden en die aan hen rapporteerden – werden afgegeven. Ook was de controle-documentatie van de accountant niet op orde en kregen zij niet op alle onderdelen voldoende en geschikte controle-informatie.

Uit de uitspraak van de tuchtrechter blijkt voorts dat deze expliciet oog heeft gehad voor de belangen van beleggers. Ten aanzien van de gebreken in de controle wordt namelijk opgemerkt:

*"Het voorgaande klemt te meer nu Imtech een beursgenoteerde onderneming was met vele aandeelhouders, obligatiehouders, andere schuldeisers en werknemers. Dit gegeven bracht voor betrokkene een bijzondere verantwoordelijkheid mee."*

#### STEINHOFF

Steinhoff is een wereldwijd opererende onderneming van Duitse origine, die zich vooral bezighoudt met de productie en verkoop van meubels en huishoudelijke artikelen. Een onderneming die vergelijkbaar is met het Zweedse Ikea. Tot medio 2015 lag het zwaartepunt van de activiteiten in Zuid-Afrika, waar de onderneming ook een beursnotering had. Voor het verkrijgen van een beursnotering in Europa is de groepsstructuur gewijzigd. Via een zogenoemde 'reverse takeover' werd de regie overgenomen door een in Nederland gevestigde entiteit: Steinhoff International Holdings NV. Met de omgekeerde overname heeft de Steinhoff-groep de gewenste beursnotering verkregen aan de effectenbeurs van Frankfurt. Het groepsmanagement en de Raad van Commissarissen van Steinhoff zijn na de invoering van de nieuwe structuur feitelijk in Zuid-Afrika gebleven.

Waar de controle van de jaarrekening van de Steinhoff-groep eerst door Deloitte Zuid-Afrika werd verzorgd, geschiedde dat met ingang van het boekjaar 2016 door Deloitte in Nederland. Ten aanzien van dat boekjaar werd door de Nederlandse accountant een goedkeurende controleverklaring aan Steinhoff International Holdings NV afgegeven. In de loop van 2017 bleek er binnen de Steinhoff-groep van alles mis te zijn. Deloitte tekende daarom – terecht – niet af op de jaarrekening 2017. Vervolgens werd de opdracht gegeven tot een – door PwC uitgevoerd – forensisch onderzoek. De aandelenkoers stortte onmiddellijk met 66% in en daalde vervolgens verder toen bleek

dat het bedrijf de winst en activa fors had overschat. Een schade-post van ongeveer 12 miljard euro voor beleggers. Op 13 december 2017 heeft de accountant de door hem afgegeven controleverklaring over het boekjaar 2016 van onwaarde verklaard.

### HELAAS IS SPRAKE VAN EEN 'PRESTATIEKLOOF': DE ACCOUNTANT PRESTEERT NIET CONFORM DE EISEN IN WET- EN REGELGEVING

Het hoeft geen betoog dat beleggers 'not amused' waren. In 2019 bedroeg de aandelenkoers nog maar 4% van de koers op het moment dat de boekhoudfraude naar buiten kwam. Onder meer de Nederlandse tak van Deloitte werd door een groep aandeelhouders aangesproken, althans aansprakelijk gesteld. Dit op basis van een collectieve actie ex artikel 3:305a Burgerlijk Wetboek. Tot een eindafwikkeling middels een rechtszaak is het vooralsnog niet gekomen: in februari 2021 werd een schikking tussen de groep aandeelhouders en Deloitte Nederland openbaar, waarbij is overeengekomen dat Deloitte ruim 70 miljoen dollar zou vergoeden. Website accountant.nl heeft daar als volgt over bericht:<sup>2</sup>

*"Deloitte zegt in een persverklaring dat de schikking "op geen enkele wijze" een erkenning van enige aansprakelijkheid is voor de verliezen die Steinhoff en haar stakeholders hebben geleden als gevolg van de boekhoudkundige onregelmatigheden bij Steinhoff. "Deloitte heeft deze onregelmatigheden tijdens de jaarrekeningcontrole in 2017 ontdekt. In reactie hierop heeft Deloitte bij Steinhoff vastgehouden aan de noodzaak van een onafhankelijk onderzoek. Dit onderzoek heeft de complexe managementfraude aan het licht gebracht, die het onderwerp is van een reeks rechtszaken en potentiële rechtszaken waar de aangekondigde wereldwijde schikking een punt achter zet", aldus Deloitte."*

Deloitte claimt de fraude te hebben ontdekt, is desondanks bereid een fors bedrag te betalen voor de door derden geleden schade, maar erkent geen aansprakelijkheid. Los van de vraag hoe geloofwaardig hun betoog is, hiermee was de kous voor Deloitte niet af. De toezichthouder op (onder meer) accountants, de Autoriteit Financiële Markten (AFM) stelde een onderzoek in naar de jaarrekeningcontrole van Deloitte over het boekjaar 2016. Derhalve het jaar waarover een goedkeurende verklaring is afgegeven en dus ook het jaar vóórdat de fraude naar buiten kwam. De AFM was op meerdere punten niet tevreden over die controle en diende een tuchtklacht in tegen de Deloitte-accountant die de jaarrekening aftekende.

De AFM werd door de Accountantskamer in het gelijk gesteld (Persbericht Accountantskamer, 2021).<sup>3</sup> Tijdens de behandeling van de zaak heeft de accountant onder meer aangevoerd dat hij in 2017 een belangrijke rol heeft gespeeld bij het ontdekken van

de fraude bij de meubelgigant en daarbij onder moeilijke omstandigheden zijn werk heeft moeten doen. Zo zou hij zijn rug recht hebben gehouden, ondanks grote druk vanuit het management, de Raad van Commissarissen en de Auditcommissie om een goedkeurende controleverklaring af te geven bij de jaarrekening 2017. De Accountantskamer volgde de accountant echter niet in diens verweer:

*"De Accountantskamer vindt dat de ontdekking van de fraude in 2017 en de (gestelde) rol van de accountant daarin, wat daarvan ook zij, niet van belang is voor de beoordeling van de klacht zoals die door de AFM is ingediend. De klacht ziet niet op het al dan niet ontdekken van de fraude, maar is beperkt tot de manier waarop de accountant als externe accountant de (eerstejaars)controle van de jaarrekening 2016 van de N.V. heeft uitgevoerd."*

De Accountantskamer maakt hier korte metten met een zienswijze die accountants regelmatig hanteren: zodra zij menen de fraude te hebben ontdekt, zou hen een heldenrol passen en zijn door hen gemaakte fouten in het verleden niet langer van belang. Maar in die redenering wordt vergeten dat de fraude mogelijk eerder was ontdekt (en de schade mogelijk beperkt was gebleven), als zij die fouten niet hadden gemaakt. Daarom is in de Steinhoff-casus het oordeel van de Accountantskamer – bijvoorbeeld in geval van aansprakelijkstelling van de accountant door beleggers – van belang, namelijk de gegrondverklaring van de klacht:

*"De accountant is op essentiële onderdelen tekortgeschoten bij het uitvoeren van de groepscontrole en heeft daardoor gehandeld in strijd met het fundamentele beginsel van vakbekwaamheid en zorgvuldigheid. De in het verkeer gebrachte controleverklaring mist in die zin een deugdelijke grondslag. Als groepsaccountant is hij onvoldoende professioneel kritisch geweest bij het beoordelen van werkzaamheden en bevindingen van de Duitse component accountant van het groepsonderdeel Europe."*

## WIRECARD

Bij onze Oosterburen speelt eveneens een fraudeschandaal waarbij accountants een (negatieve) hoofdrol vervullen. Name-lijk inzake Wirecard, een wereldwijd opererend financieel dienstverleningsbedrijf waarvan het hoofdkantoor in Duitsland was gevestigd (beursnotering in Frankfurt). Medio 2020 werd het faillissement aangevraagd nadat het bedrijf moest toegeven dat 1,9 miljard euro aan activa – bijna een kwart van het balans-totaal – vermoedelijk fictief en dus niet aanwezig was. Dit resulteerde in een verlies aan aandeelhouderswaarde van meer dan 20 miljard euro.

Deze kwestie heeft geleid tot het instellen van een parlementaire onderzoekscommissie. Op 22 juni 2021 werd een ontluisterend eindrapport gepresenteerd (Deutscher Bundestag, 2021). Het rapport besloeg 2.026 pagina's en doet verslag over de handelwijze van bestuurders, commissarissen en toezichthouders van Wirecard. Maar ook de rol van Wirecard-accountant EY komt

uitgebreid aan de orde. Net als in de Steinhoff-casus had de accountantsorganisatie gedurende een reeks van jaren goedkeurende verklaringen afgegeven, waarna bleek dat er sprake was van mogelijke fraude en een forensisch onderzoek (door onder andere KPMG) moest worden ingesteld.

Tekenend voor deze casus is dat een onderzoeksjournalist van de Financial Times, Dan McCrum, de fraude heeft onthuld in een artikelserie waaraan hij zes jaar heeft gewerkt. Ondanks diverse publicaties gedurende die jaren, reageerde accountantskantoor EY niet alert, deed onvoldoende onderzoek naar de publicaties en de daaruit voortvloeiende signalen. De accountant bleek dus niet in staat de fraude zelf te ontrafelen, openbaar te maken en ook was het kantoor niet in staat de schade voor aandeelhouders en andere belanghebbenden te beperken.

## BOEKHOUDSCHANDALEN EN FAILLISEMENTEN LEVEREN NIET ALLEEN FINANCIËLE SCHADE OP, MAAR VAAK OOK HET BEWIJS VAN ACCOUNTANTSFALEN

De Duitse onderzoekscommissie maakt gehakt van de werkzaamheden van EY (Deutscher Bundestag, 2021). De volgende quotes uit het rapport maken dit duidelijk:

- *"Het bewijs toont dat de EY-accountants tijdens de controle van Wirecard AG ernstige steken hebben laten vallen. Niemand anders had betere mogelijkheden gehad om vermoedens van balansfraude systematisch te onderzoeken en in een vroeg stadium te signaleren."*
- *"Naar het oordeel van de commissie hadden alle bij de controle betrokken EY-partners en -medewerkers en het management van EY Duitsland anders kunnen en moeten handelen dan zij hebben gedaan."*
- *"De commissie is ervan overtuigd dat de goedkeurende verklaringen die door EY-accountants zijn afgegeven inzake Wirecard AG voor de boekjaren 2009 tot 2018 een sleutelrol spelen in de gang van zaken, naast de fraude zelf."*
- *"De commissie heeft niet kunnen vaststellen dat de accountants van EY voldoende kritisch waren. Het algehele beeld van de door EY uitgevoerde controlewerkzaamheden stelt de commissie alleen in staat te concluderen dat essentiële controlewerkzaamheden door EY zijn verwaarloosd of dat zij tevreden waren met zwakke controle-informatie."*

Daarnaast was de commissie ontstemd over het gebrek aan medewerking zijdens EY aan hun onderzoek. De kwalificatie "wangedrag van accountants" is in deze veelzeggend.

## TOT SLOT

De besproken voorbeelden betreffen een keuze uit een reeks aan incidenten. De rode draad in de drie besproken casussen is

dat fraude en continuïteitsproblemen daarin een grote rol spelen. Fraude die door de accountant niet is ontdekt en waarvoor deze niet tijdig heeft gewaarschuwd, hetgeen ook geldt voor de continuïteitsproblemen. Gegeven de door accountants gewekte verwachtingen inzake hun werkzaamheden, juist op het terrein van fraude en continuïteit, is het dan ook begrijpelijk dat beleggers en andere belanghebbenden de door hen geleden schade (deels) op de accountants (organisaties) willen en proberen te verhalen.

---

### HET IS VOLSTREKT LOGISCH ÉN TERECHT DAT HET MAATSCHAPPELIJK VERKEER ADEQUAAT HANDELEN VAN DE ACCOUNTANT VERWACHT INZAKE FRAUDE EN (DIS)CONTINUÏTEIT

---

De reeks aan incidenten is in diverse landen, waaronder Nederland, voor onder meer politici de aanleiding geweest om onderzoekscommissies in te stellen. Naar hun mening was de reeks aan incidenten dusdanig lang en de daaruit voortvloeiend schade zo groot, dat nader onderzoek en het eventueel treffen van maatregelen noodzakelijk was.

#### BINNEN- EN BUITENLANDSE ONDERZOEKSCOMMISSIES

Een aantal onderzoekscommissies in binnen- en het buitenland heeft stilgestaan bij het (dis)functioneren van accountants en bij de vraag of het treffen van maatregelen ter verbetering van het functioneren van accountants noodzakelijk is, en zo ja: welke maatregelen dan? Deze commissies spraken onder meer met vertegenwoordigers van beleggers en financiers of ontvingen hun reacties op een andere manier, bijvoorbeeld via een consultatieronde.

#### MONITORING COMMISSIE ACCOUNTANCY

Boekhoudschandalen en faillissementen zoals hiervoor beschreven komen in meerdere – zo niet alle – landen voor. Telkens met schade voor beleggers en andere belanghebbenden in het maatschappelijk verkeer. Vaak met aanwijzingen en bewijzen dat er sprake is van accountantsfalen. Diverse onderzoekscommissies hebben zich daarom over de vraag gebogen, wat er mis is binnen de accountancy en welke maatregelen er moeten worden getroffen om het vertrouwen in het accountantsberoep te herstellen. In eigen land bijvoorbeeld de Monitoring Commissie Accountancy (MCA) en de Commissie Toekomst Accountancysector (CTA).

De MCA – een door de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA) ingestelde commissie van onafhankelijke deskundigen – heeft drie rapporten uitgebracht en zich telkens kritisch getoond op de ontwikkelingen binnen de accountancy. Weliswaar constateert de commissie (MCA, 2020) dat de sector de afgelopen jaren stappen vooruit heeft gezet door maatregelen te nemen, maar zij ziet deze niet als voldoende. Boven-

dien zijn diverse maatregelen niet duurzaam geborgd of in wetgeving verankerd. De MCA verwijst naar rapporten van nationale en internationale toezichthouders op het accountantsberoep en stelt vast dat er sprake is van een te hoog aantal kwaliteitsgebreken binnen de accountancysector.

Er is volgens de MCA sprake van een ‘prestatiekloof’: de accountant presteert niet conform de eisen in wet- en regelgeving. Daarmee wordt ook niet aan de (gerechtvaardigde) verwachtingen voldaan die de sector telkens oproept. Gevolg van de prestatiekloof is dat er incidenten ontstaan – boekhoudschandalen en faillissementen – die door de accountant eerder hadden kunnen worden gesignaleerd. De accountant had het maatschappelijk verkeer, waaronder financiers en beleggers, dan ook eerder kunnen waarschuwen en verdere schade voor benadeelden kunnen voorkomen.

#### COMMISSIE TOEKOMST ACCOUNTANCYSECTOR

De CTA – een door de Minister van Financiën voor de accountancysector verantwoordelijke ingestelde commissie – toont zich al net zo kritisch als de MCA. De commissie (CTA, 2020) bekijkt de problematiek met name vanuit het perspectief van het brede maatschappelijk verkeer en het vertrouwen dat belanghebbenden in de accountant moeten kunnen stellen.

De CTA pleit er onder meer voor de kloof tussen de wensen van gebruikers en de inhoud van de accountantscontrole te verkleinen door de “*onderwerpen continuïteit en fraude een grotere en meer herkenbare positie*” te laten krijgen. Ook deze commissie is kritisch op de door accountants geleverde kwaliteit, maar constateert ook dat het lastig is om precies vast te stellen wat onder ‘kwaliteit van de accountantscontrole’ moet worden verstaan. De CTA stelt dan ook:

*"Beter inzicht in de kwaliteit van de accountantscontrole is cruciaal voor de waarde van die controle. Onduidelijkheid over de kwaliteit van de wettelijke controle maakt dat er voortdurend risico bestaat op (i) een controle van onvoldoende kwaliteit of (ii) op de perceptie van onvoldoende kwaliteit, hetgeen afbreuk doet aan het vertrouwen dat aan de accountantsverklaring moet worden ontleend."*

#### KWARTIERMAKERS

Minister van Financiën Hoekstra heeft goed nota genomen van de rapporten van de MCA en CTA. Bij de instelling van de CTA had hij reeds zijn zorgen over de accountancysector geuit (Tweede Kamer, 2018), waarbij hij nadrukkelijk oog had voor beleggersbelangen:

*"Een goed functionerende accountancysector is van groot belang voor de maatschappij. Investeerders, beleggers en toezichthouders moeten ervan op aan kunnen dat het oordeel van een accountant deugdelijk is. Gelet op dit maatschappelijke belang hoort bij deze beroepsgroep een cultuur die publiek belang stelt boven commerciële belang, die kwaliteit stelt boven winstmaximalisatie en die wordt gedreven door een continue verbetering van de professionele kwaliteit."*

De Minister nam een groot deel van de aanbevelingen van de commissies over. Ook die inzake het aanstellen van een kwartiermaker die een verbindende, faciliterende en stimulerende rol moest gaan spelen bij de uitvoering en opvolging van de aanbevelingen. Ergo: Minister Hoekstra is – mijns inziens terecht – van mening dat hij één en ander niet aan de sector zelf over kan laten.

In een recente voortgangsrapportage (Kwartiermakers, 2021) maken de twee door de Minister aangestelde kwartiermakers zowel positieve als negatieve opmerkingen. Zij zien hoopvolle initiatieven en roemen vooral de jonge garde. Hun oordeel in de voortgangsrapportage is echter helder: *“Het gaat in onze ogen nog niet snel genoeg, dezelfde thema’s blijven de kop opsteken”*; hetgeen wordt ingekleurd met voorbeelden aangaande maatschappelijk relevante thema’s zoals fraude en continuïteit. Thema’s die zij niet aan de sector willen overlaten, maar waarvoor zij een *“indringende toets van buiten”* nodig achten.

---

## KWALITEIT VAN DE ACCOUNTANTS-CONTROLE IS VOOR BELEGGERS MEER DAN HET DOOR DE ACCOUNTANT JUIST NALEVEN VAN VAKTECHNISCHE VOORSCHRIFTEN

---

De kwartiermakers zien *“genoeg reden voor voorzichtig optimisme, maar geen aanleiding om het gaspedaal los te laten”*. Zij spreken over cultuurverandering die met de mond wordt beleden, maar op de werkvloer anders wordt ervaren. De conclusies van de kwartiermakers zijn ‘bull’s eye’: er is binnen de accountancy-sector duidelijk nog een weg te gaan. Duidelijk is ook – in lijn met de bevindingen van MCA en CTA – dat de invoering van maatregelen en het inhoud geven aan het veranderingsproces binnen de accountancysector, niet iets is dat aan de accountancysector zelf kan en mag worden overgelaten. Wat de sector doet is telkens ‘too little, too late’.

### BUITENLANDSE ONDERZOEKSCOMMISSIES

Ook in andere landen zijn – na boekhoudschandalen die accountantsfalen aan het licht brachten – onderzoekscommissies ingesteld. Bijvoorbeeld in Australië, Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Zuid-Afrika. De bevindingen in het buitenland liggen in lijn met die in eigen land. Telkens wordt geconstateerd: de geleverde kwaliteit is onvoldoende, accountants doen te weinig aan fraude en continuïteit, businessmodel met verkeerde prikkels, commercie speelt een te belangrijke rol.

Een van de belangrijkste rapporten in dit verband verscheen in het Verenigd Koninkrijk (Brydon, 2019). Sir Donald Brydon beschreef de noodzaak tot fundamentele veranderingen binnen de sector:

*“Audit is not broken but it has lost its way and all the actors in the audit process bear some measure of responsibility. It is particularly difficult to analyse because it is a credence good – i.e. one where its true quality is unknown at the point of use. It has been stated that “one important implication of viewing auditing as a credence good is that the quality of individual engagements can vary due to idiosyncratic aspects of the client.” Good audit, however, will respond to such idiosyncrasies and should ultimately lead to a lower cost of capital, and lower costs from unnecessary corporate failures, through increased and deserved confidence in business.”*

## BELEGGERSPERSPECTIEF OP VERANDERINGEN ACCOUNTANCY

Limperg heeft duidelijk gemaakt hoe belangrijk de vertrouwensfunctie van de accountant is. Belanghebbenden, zoals beleggers, moeten blind kunnen vertrouwen op het oordeel van de accountant. Met enige regelmaat – zie bijvoorbeeld de hiervoor besproken casuïstiek inzake Imtech, Steinhoff en Wirecard en de rapportages van de hiervoor aangehaalde onderzoekscommissies – blijkt echter dat de accountant het in hem of haar gestelde vertrouwen heeft beschaamd. Accountantsfalen blijkt onder meer uit negatieve betrokkenheid van de accountant bij boekhoudschandalen en faillissementen.

Onderzoekscommissies hebben dit alles onderzocht en komen met vele concrete maatregelen en veranderingsvoorstellen. In de laatste paragraaf van dit artikel worden enkele aspecten besproken, die met name vanuit het perspectief van beleggers en financiers, van belang zijn.

### KWALITEITSVERBETERING EN TOEGEVOEGDE WAARDE NOODZAKELIJK

Duidelijk is dat kwaliteitsverbetering in de accountantscontrole blijvend moet worden nagestreefd. Behartigers van beleggersbelangen – zoals Deminor, Eumedion en de VEB – hameren daar ook regelmatig op. Het aan de accountant stellen van vragen tijdens aandeelhoudersvergaderingen is een belangrijke manier, waarop door aandeelhouders meer inzicht kan worden gekregen in de wijze waarop de accountantscontrole is uitgevoerd en wat de meest relevante bevindingen zijn. Uiteraard zijn rapporten van toezichthouder AFM, tuchtuitspraken en sommige mediaberichten in deze ook van belang.

Het leveren van kwaliteit staat echter niet gelijk aan het behalen van een voldoende in een interne toetsing of na een beoordeling van het controledossier door de AFM. Een dergelijke voldoende toont vooral dat de vaktechnische voorschriften juist zijn nageleefd. De compliance daarmee is dan weliswaar op orde, maar dat wil nog niet zeggen dat het accountantsoordeel over de jaarrekening dan ook per definitie juist is.

Bovendien, kwaliteit is voor beleggers meer dan het juist naleven van vaktechnische voorschriften. Het gaat erom dat zij niet voor verrassingen komen te staan. Dat de accountant een oordeel heeft afgegeven waar zij op kunnen vertrouwen. Juist

daarin ligt voor beleggers de toegevoegde waarde van accountantscontrole en het accountantsoordeel.

### **CULTUURVERANDERING EN GOVERNANCE VAN ACCOUNTANTSKANTOREN**

De wettelijke controle van de jaarrekening zou je kunnen zien als een publieke taak die privaat wordt uitgevoerd. Met als gevolg van die private inbedding, dat commercie een rol speelt. Anders gezegd: accountancy is (big) business. Sluipenderwijs is de accountancysector de laatste 40 jaar te commercieel geworden. De grote accountantsorganisaties opereren wereldwijd, verlenen allerhande andere diensten en worden als een bedrijf aangestuurd. In de sector wordt goed geld verdiend, maar dat is niet voor iedereen genoeg. Het partner- en businessmodel bevat perverse prikkels, die een cultuuromslag en verbeteringen belemmeren.

Gedwongen door druk van buitenaf – van politici, onderzoekscommissies, aandeelhouders, media – ondergaat de accountancy een cultuurverandering. De (te) commerciële cultuur dient te veranderen richting een cultuur waarin het publiek belang centraal nadrukkelijker centraal staat. Dat is echter een langzaam proces, hetgeen ook is gebleken bij banken. Daarnaast zijn er in de governancestructuren van de grootste accountantsorganisaties meer invloeden van buitenaf gekomen, onder meer door bestuurders en commissarissen met een achtergrond van buiten de organisatie. Voor beleggers betekent dit een betere borging van een meer onafhankelijke aansturing van en besluitvorming binnen accountantsorganisaties.

### **MEER AANDACHT VOOR DE ONDERWERPEN FRAUDE EN (DIS)CONTINUÏTEIT**

De onder de voorgaande kopjes genoemde onderwerpen zijn relatief abstract en de meetbaarheid van kwaliteit en toegevoegde waarde, alsmede het effect van cultuur- en structuurverandering is lastig. Voor beleggers zijn en blijven het vermoedelijk lastige en weinig tastbare zaken. Zij zullen liever meer concrete aanpassingen zien.

Meer aandacht in de accountantscontrole voor de in deze bijdrage veelvuldig genoemde onderwerpen fraude en (dis)continuïteit kan concreet worden gemaakt. Het gaat dan om de inzet van meer middelen, mensen, aandacht en geld in het kader van deze onderwerpen. Het 'meer' is meetbaar en dus tastbaar te maken. Het gaat daarbij overigens niet alleen om de kwantiteit van de inzet van mensen en middelen, maar zeker om de kwaliteit daarvan. Bijvoorbeeld de inzet van fraudespecialisten (forensische accountants) bij de frauderisico-analyse en het doen van onderzoek naar aanleiding van aanwijzingen voor fraude. Maar het gaat ook om de inzet van up-to-date onderzoekstools, software en detectiesystemen om fraudesignalen te detecteren.

### **TRANSPARANTIE: WEGTREKKEN SCHAAMLAP VAN GEHEIMHOUDING**

Een constante is dat beurswaarde verdampt op het moment dat fraude is gebleken en deze openbaar wordt gemaakt. Bij een faillissement verdampt de beurswaarde vaak volledig. Ook met aangescherpte maatregelen inzake fraude en (dis)continuïteit zal er vermoedelijk sprake blijven van kwaliteitsgebreken en accountantsfalen. Voor beleggers is het dan van belang om informatie te kunnen verkrijgen over het handelen en nalaten van de accountant, bijvoorbeeld om de accountantsorganisatie aansprakelijk te stellen en schade te verhalen.

Probleem is dat accountants zich in de praktijk al gauw beroepen op de geheimhoudingsplicht. Echter, die plicht is ervoor bedoeld om vertrouwelijke cliëntinformatie tegen openbaarmaking te beschermen. Van dergelijke informatie is niet per definitie sprake als het gaat om vragen zoals hoe de accountant zijn controle heeft uitgevoerd, wat hij precies heeft gedaan, waaruit zijn professioneel-kritische houding blijkt, of hij alle (fraude)signalen heeft opgepikt en of deze voldoende en geschikte controle-informatie heeft verkregen om het accountantsoordeel op te baseren. Antwoorden op dergelijke vragen zijn van belang om te bepalen of er daadwerkelijk sprake is van accountantsfalen en of aansprakelijkstelling mogelijk is. Met goede wil is het voor de accountant mogelijk om de meeste vragen ook te beantwoorden zonder vertrouwelijke cliëntinformatie te openbaren. Ook kan de cliënt worden verzocht om (gedeeltelijke) ontheffing van de geheimhoudingsverplichting te krijgen. Bovendien kan de vraag worden gesteld in hoeverre de vertrouwelijkheid überhaupt nog een rol zou moeten spelen: de 'patiënt' is dan immers toch al overleden.

Kortom, beleggers zijn gebaat bij een soepelere omgang met de geheimhoudingsverplichting van de accountant. Zeker daar waar het diens eigen handelen of nalaten betreft. Indien accountants die versoepeling zelf niet kunnen of willen doorvoeren, dan ligt hier een belangrijke taak voor de wetgever. Overigens bestaan er ook thans al wettelijke mogelijkheden om gegevens inzake de accountantscontrole te verkrijgen (bijvoorbeeld door het instellen van een vordering ex artikel 843a Rechtsvordering).

### **AANSPRAKELIJKHEID**

Indien er sprake is van accountantsfalen en er voldoende bewijs voorhanden is, kunnen beleggers de accountant(sorganisatie) aansprakelijk stellen (of er – net als bij Steinhoff het geval is – een schikking mee treffen). De praktijk leert echter dat dat veel tijd en geld kost. Belangenbehartigers zoals Deminor en de VEB zijn regelmatig succesvol om (massa)claims ten behoeve van beleggers te verzilveren. Maar ook voor hen is het vaak een kwestie van de lange adem. Beleggers zijn dan ook gebaat bij versoepeling en versnelling van aansprakelijkheidsprocedures, waarbij voor hen bovendien de mogelijkheden tot inzage in het controledossier dienen te worden verruimd.



## CONCLUSIE

Het zijn niet alleen beleggers die baat hebben bij een robuustere en beter functionerende accountancysector. Bovenal heeft de sector daar zelf belang bij. Immers, indien het vertrouwen in de accountantscontrole en in het accountantsoordeel erodeert, heeft de accountant geen bestaansrecht. Dat beleggers en accountants elkaar op de aandeelhoudersvergadering spreken is dan een groot goed en in het belang van beide partijen. Dat podium is een belangrijke plaats om de vertrouwensrelatie te verstevigen. Limperg zou dat vermoedelijk zo hebben gewild.

### Literatuur

- Accountantskamer, 16 december 2019, ECLI:NL:TACAKN:2019:84.
- Accountantskamer, 9 juli 2021, ECLI:NL:TACAKN:2021:44.
- Brydon, D., December 2019, Improving Audit Quality and Effectiveness.
- Commissie Toekomst Accountancysector (CTA), 15 januari 2020, Vertrouwen op controle.
- Deloitte doet schikkingsvoorstel van 70,3 miljoen euro aan Steinhoff-aandeelhouders, 16 februari 2021, artikel op [www.accountant.nl](http://www.accountant.nl).
- Deutscher Bundestag, 22 juni 2021, Untersuchungsausschuss Abschlussbericht.

- Kwartiermakers toekomst accountancysector, 24 juni 2021, Tweede voortgangsrapportage.
- Limperg, T., 1932a, De functie van den accountant en de leer van het gewekte vertrouwen (deel I), MAB, nummer 2: 17-20.
- Limperg, T., 1932b, De functie van den accountant en de leer van het gewekte vertrouwen (deel II), MAB, nummer 9: 151-154.
- Monitoring Commissie Accountancy (MCA), 14 januari 2020, Spiegel voor de accountancysector.
- Persbericht Accountantskamer, 9 juli 2021, Klacht AFM inzake controle internationale meubelgigant gegrond.
- Tweede Kamer, 22 november 2018, Brief van de Minister van Financiën, TK 33.977 nummer 21.

### Noten

- 1 Zie voor de uitspraak van de Accountantskamer: ECLI:NL:TACAKN:2019:84, 16 december 2019. In deze kwestie is hoger beroep aangetekend.
- 2 Zie [www.accountant.nl](http://www.accountant.nl), Deloitte doet schikkingsvoorstel van 70,3 miljoen euro aan Steinhoff-aandeelhouders, 16 februari 2021.
- 3 Zie naast het persbericht van de Accountantskamer, voorts de uitspraak van de Accountantskamer: ECLI:NL:TACAKN:2021:44, 9 juli 2021. Tegen deze uitspraak is (op het moment van het schrijven van deze bijdrage) nog hoger beroep mogelijk.

# "Bij elkaar komen is een begin, bij elkaar blijven is vooruitgang, samenwerken is succes"

## DE CREATIE VAN EEN LANGE-TERMIJN SAMENWERKINGSVERBAND TUSSEN KLANT EN VERMOGENSBEHEERDER

Patrick Wierckx<sup>1</sup>

### INLEIDING

*"Nothing will ever separate us. We will probably be married another ten years".* Vijf dagen nadat Elizabeth Taylor deze uitspraak deed, vroeg zij een scheiding aan.

De meeste pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen beleggen met een lange-termijn beleggingshorizon. Echter, in de praktijk is het eerder regel dan uitzondering dat een vermogensbeheerder na een periode van tegenvallende beleggingsresultaten wordt vervangen door de klant. De verbondenheid tussen de klant en de vermogensbeheerder heeft meer overeen-

komsten met een transactionele en inwisselbare relatie, dan met een stabiele relatie die gebaseerd is op wederzijds vertrouwen en waarbij beide partijen elkaar versterken.

De lange-termijn beleggingshorizon van een klant maakt het mogelijk om unieke lange-termijn beleggingskansen te exploiteren. Echter, de korte-termijn focus van de klant leidt bij tegenvallende resultaten nogal eens tot het voortijdig afscheid nemen van de vermogensbeheerder. In de praktijk betekent dit dat de lange-termijn kansen daardoor lastig te behalen zijn. Onderzoek van Baird (2014) toont aan dat maar liefst 97% van succesvolle beleggingsfondsen<sup>2</sup> een driejaars periode ondergaan waarbij de resultaten slechter zijn dan de benchmark. Verder laten Goyal en Wahal (2008) in hun onderzoek zien dat klanten die afscheid nemen van haar vermogensbeheerders op basis van slechte korte-termijn beleggingsresultaten, dit in het algemeen doen wanneer de beleggingsresultaten van de vermogensbeheerders een bodem hebben bereikt. Eveneens laten de onderzoekers zien dat vermogensbeheerders juist worden aangenomen in een periode van sterke beleggingsresultaten.

Wanneer klanten veel aandacht hebben voor korte-termijn beleggingsresultaten ontstaat een suboptimale situatie. Naast het feit dat het onderzoek van Goyal en Wahal (2008) laat zien dat de nieuw aangestelde vermogensbeheerders het niet beter doen dan de vermogensbeheerders waarvan afscheid is genomen, moet eveneens rekening gehouden worden met de kosten die worden gemaakt om dergelijke mutaties mogelijk te maken. Deze kosten zorgen niet alleen voor een drukkend effect op het rendement, zoals transitiekosten en transactiekosten, maar mutaties van vermogensbeheerders doen ook een groter beroep op de beschikbare tijd van bestuurders.

De vraag is hoe klanten en vermogensbeheerders deze negatieve consequenties kunnen voorkomen. Dit artikel behandelt zeven praktische aanbevelingen die tot doel hebben de verbondenheid tussen de klant en haar vermogensbeheerders te versterken en te zorgen voor een minder grote nadruk op de korte-termijn beleggingsresultaten. Dit zal niet alleen positief bijdragen aan de beleggingsresultaten, maar verbetert tevens de uitlegbaarheid van de gedragingen van de klant. Als laatste zal

Patrick Wierckx CFA  
Senior Portfolio Manager bij MN



een sterke verbondenheid tussen klant en haar vermogensbeheerder een positief effect hebben op de maatschappij als geheel, aangezien frictiekosten (zoals kosten van transitie-management) worden verlaagd.

## HARMONISATIE BELEGGINGSTERMIJNEN

De eerste aanbeveling creëert een sterkere verbondenheid middels een overeenstemming van de beleggingshorizon van de klant met de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder.

De beleggingshorizon van een pensioenfonds of verzekeraar wordt voornamelijk bepaald aan de hand van de duratie van de verplichtingen. Daarbij zijn termijnen van 20 tot 25 jaar geen uitzondering. Eveneens wordt de beleggingshorizon bepaald door de periode waarbinnen de zogenaamde risicopremies geacht te worden behaald (De Roon en Slager, 2012). In de praktijk wordt bij de vaststelling van de beleggingshorizon vermoedelijk in mindere mate rekening gehouden met niet-financiële aspecten. Zo is het niet ondenkbaar dat gedurende een lange beleggingshorizon de samenstelling van het bestuur of de beleggingscommissie van een klant verandert. Deze personele wijzigingen kunnen resulteren in andere voorkeuren ten aanzien van de passendheid van bepaalde beleggingsstrategieën of beleggingscategorieën, zoals ten aanzien van hedge funds of beleggingen in grondstoffen. Gedurende de beleggingshorizon kan ook de houding van toezichhouders ten aanzien van specifieke beleggingen veranderen of bepaalde wet- en regelgeving wijzigen. Zo is het niet ondenkbaar dat de invoering van het nieuwe pensioenstelsel gevolgen zal hebben voor diverse beleggingsstrategieën. Als laatste kan de voorkeur van een bestaande beleggingsstrategie veranderen door het feit dat klanten gevoelig zijn voor bepaalde trends op financiële markten. In de praktijk blijkt dat veranderingen in de voorkeur vaak resulteren in een voortijdig afscheid van een beleggingsstrategie, waardoor de beleggingsstrategie niet effectief gebruik kan maken van de gehele beleggingshorizon. De trend naar meer duurzame beleggingen met een vaak lange beleggings- en impacthorizon maakt dat dit eveneens een actueel en belangrijk thema is.

Dit voortijdig beëindigen van een beleggingsstrategie resulteert in diverse kosten, waaronder meer zichtbare kosten (zoals transactiekosten, transitie-managementkosten en juridische kosten) en minder zichtbare, maar evenwel mogelijk significante kosten (zoals onvoldoende geëxploiteerd rendementspotentieel en mogelijk reputatieschade als gevolg van een door de tijd heen minder consistent lijkend beleid).

Om de mate van verbondenheid tussen de klant en de vermogensbeheerder te vergroten en de kosten gepaard gaande met wisselingen van vermogensbeheerders te reduceren is het van belang de effectieve beleggingshorizon van de klant vast te stellen. Deze *effectieve beleggingshorizon* is de minimale termijn waarbinnen een beleggingsstrategie kan worden toegepast waarbij tussentijdse beëindiging van deze strategie wordt geminimaliseerd.

Bij de vaststelling van de effectieve beleggingshorizon wordt tevens rekening gehouden met de zogenaamde principaal-agent relatie tussen de klant en de vermogensbeheerder (Van Dam en Dijkstra, 2018). De principaal-agent relatie resulteert onder meer in een voorkeur van de klant (de principaal) voor een zo vroeg mogelijk oordeel over de vermogensbeheerder (de agent). Een vermogensbeheerder die een lange beleggingshorizon hanteert, kan daardoor mogelijk minder passend zijn gezien de benodigde lange-termijn beoordelingsperiode. De principaal-agent relatie resulteert dan ook in een verkorting van de effectieve beleggingshorizon. Verder is de mate van ervaring met een nieuw aan te stellen vermogensbeheerder waarschijnlijk beperkt, waardoor het raadzaam is de effectieve beleggingshorizon conservatief te bepalen.

---

## DE EFFECTIEVE BELEGGINGSHORIZON VAN DE KLANT MOET GELIJK ZIJN AAN DE BELEGGINGSHORIZON VAN DE VERMOGENSBEHEERDER

---

Als laatste wordt de termijn van de effectieve beleggingshorizon beïnvloed door de risicohouding van de klant. De risicohouding wordt voornamelijk bepaald door het vermogen en de bereidheid tot het nemen van risico van de klant. In het algemeen zal een solide financiële situatie een verlengend effect hebben op de effectieve beleggingshorizon en vice versa.

De effectieve beleggingshorizon wordt idealiter voor iedere beleggingscategorie vastgesteld aangezien iedere beleggingscategorie een specifieke rol heeft in de totale beleggingsportefeuille (De Roon en Slager, 2012). Eveneens kan zodoende een betere inschatting worden gemaakt ten aanzien van een veranderende houding van een toezichhouder ten aanzien van een specifieke beleggingscategorie. Bij traditionele beleggingscategorieën (zoals aandelen) zal deze houding minder snel veranderen. Vooral bij nieuwe beleggingscategorieën dient meer rekening te worden gehouden met de mogelijkheid dat een toezichhouder voortijdig haar mening verandert.

## VASTSTELLING MEEST PASSENDE BELEGGINGSSTRATEGIE

De tweede aanbeveling bereikt een sterkere verbondenheid tussen de klant en de vermogensbeheerder door middel van de vaststelling van de meest passende beleggingsstrategie.

Ondanks het brede en gedifferentieerde aanbod van actieve beleggingsstrategieën in de markt is niet iedere beleggingsstrategie passend voor de klant. Zo kan de keuze voor een beleggingsstrategie worden beperkt tot beleggingsstrategieën met een duidelijk competitief voordeel. Het bezitten van een competitief voordeel is een essentiële voorwaarde voor een beleggingsstrategie om positieve relatieve rendementen te genereren en draagt zodoende bij aan de houdbaarheid van het

vertrouwen in de vermogensbeheerder. Fuller (1998) onderscheidt hierbij een drietal categorieën competitieve voordelen: informatiele, analytische en gedragsmatige competitieve voordelen.

Informatiele competitieve voordelen komen voort uit het bezit en de exploitatie van waardevolle informatie door een marktparticipant. Deze informatie is waardevol indien deze grotendeels niet bekend is bij andere marktparticipanten en een duidelijk effect heeft op de waardering van een belegging. In het algemeen wordt een informatieel competitief voordeel gekenmerkt door een korte beleggingshorizon, aangezien in toenemende mate andere marktparticipanten deze unieke informatie eveneens verkrijgen. Eveneens is de desbetreffende informatie vaak periodeafhankelijk. Zo zal unieke informatie over nog te publiceren kwartaalverkoopcijfers, niet meer waardevol zijn nadat deze is gepubliceerd door de onderneming. Informatiele competitieve voordelen zijn in de praktijk moeilijk te exploiteren vanwege beperkingen door wettelijke maatregelen. Door ontwikkelingen in de communicatie-infrastructuur is de verspreiding van informatie, alsmede de snelheid daarvan, sterk verbeterd waardoor het aanbod van deze voordelen verder is verminderd.

## HISTORISCHE BELEGGINGSRESULTATEN BIEDEN WEINIG TOEGEVOEGDE WAARDE IN SELECTIEPROCES

Analytische competitieve voordelen kunnen worden behaald door het analyseren en combineren van publiek beschikbare informatie. Dit voordeel is niet eenvoudig te kopiëren door andere marktparticipanten. Zo zal een competitief voordeel voortkomende uit specifieke diepgaande sectorkennis minder makkelijk zijn te behalen door marktparticipanten die deze kennis niet bezitten of simpelweg de researchcapaciteit daarvoor ontberen. Dientengevolge is de beleggingshorizon van dit competitief voordeel langer dan bij een informatief competitief voordeel.

Gedragsmatige competitieve voordelen vormen de laatste categorie. Diverse onderzoeken (o.a. Kahneman en Tversky, 1979) laten zien dat marktparticipanten vuistregels gebruiken bij het verwerken van informatie en het nemen van besluiten. De gedragsmatige voorkeuren die hierdoor ontstaan, kunnen resulteren in een incorrecte waardering van een belegging. Aangezien deze voorkeuren de neiging hebben om zeer persistent te zijn, is voor het benutten van dit competitief voordeel een relatief lange beleggingshorizon nodig.

Om optimaal te profiteren van het rendementspotentieel van een beleggingsstrategie is het belangrijk dat de effectieve beleggingshorizon van de klant gelijk is aan de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder. Hieruit volgt dat de

evaluatie van de vermogensbeheerder pas kan plaatsvinden nadat de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder is verstreken. De *minimale evaluatieperiode* is hierbij dan ook gelijk aan de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder en eveneens gelijk aan de effectieve beleggingshorizon van de klant. Overigens betekent dit geenszins dat de klant tussentijds geen beoordelingsgerichte activiteiten kan uitvoeren. Integendeel, de monitoring van de vermogensbeheerder zal voor de klant bestaan uit een intensieve dialoog met de vermogensbeheerder, zoals later zal worden besproken in dit artikel.

In Wierckx (2021) wordt op basis van de prijs-efficiëntie van een beleggingscategorie en de effectieve beleggingshorizon de meest passende beleggingsstrategie onderbouwd. De belangrijkste uitkomsten worden in Tabel 1 getoond.

Tabel 1  
Beleidsmatrix: optimale beleggingsstrategieën (Wierckx, 2021)

		Prijs-efficiëntie beleggingscategorie		
		Laag	Gemiddeld	Hoog
Effectieve beleggingshorizon	Kort	I/ P	P	P
	Gemiddeld	A	A/P	P
	Lang	G	G	G/P

P = Passieve beleggingsstrategie  
I = Informatiele beleggingsstrategie  
A = Analytische beleggingsstrategie  
G = Gedragsmatige beleggingsstrategie

Tabel 1 laat zien dat een actieve beleggingsstrategie niet altijd de meest passende beleggingswijze is. Zo is een passieve beleggingsstrategie wenselijk bij een beleggingscategorie die in hoge mate efficiënt is. Eveneens is bij een (zeer) korte effectieve beleggingshorizon een passieve beleggingsstrategie het meest passend aangezien weinig tot geen actieve beleggingsmogelijkheden zijn te exploiteren gedurende deze korte beleggingshorizon. Daarentegen maakt een lange effectieve beleggingshorizon het mogelijk om gebruik te maken van een gedragsmatige beleggingsstrategie. Naarmate de mate van risicotolerantie lager is of de mate van bestuurswisselingen hoger is, wordt de effectieve beleggingshorizon korter en is een gedragsmatige beleggingsstrategie minder wenselijk. In een dergelijke situatie heeft een analytische, dan wel een informatiele beleggingsstrategie de voorkeur.

## OVEREENSTEMMING SELECTIEPROCES MET COMPETITIEF VOORDEEL

In de praktijk zal de bestendigheid van de relatie tussen de klant en de vermogensbeheerder mede bepaald worden door de mate van tolerantie van de klant ten tijde van teleurstellende beleggingsresultaten. Daartoe is het van belang dat het vergroten van het vertrouwen in de vermogensbeheerder reeds in het selectieproces door de klant wordt geadresseerd.

Tijdens het selectieproces beschrijft de vermogensbeheerder allereerst haar specifieke competitieve voordeel, alsmede de hierbij passende beleggingshorizon. Dit vereist van de vermogensbeheerder een gedegen introspectief proces. Daarbij

ligt de aandacht op het bepalen van de specifieke markt-inefficiëntie die de vermogensbeheerder exploiteert en waarom deze inefficiëntie niet (of in mindere mate) door andere marktparticipanten kan worden weg gearbitreerd. Doordat de vermogensbeheerder haar beleggingshorizon heeft vastgesteld, wordt de klant in staat gesteld om vroegtijdig een vermogensbeheerder uit te sluiten wanneer onvoldoende aansluiting is tussen de effectieve beleggingshorizon van de klant en de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder.

Verder zal de klant het selectieproces primair moeten richten op de beoordeling van het competitief voordeel van de vermogensbeheerder. Hierbij wordt eveneens een inschatting gemaakt in welke mate de ondernemingsstrategie van de vermogensbeheerder erop gericht is om dit competitief voordeel te waarborgen, dan wel te versterken in de toekomst. Bij een competitief voordeel dat sterk afhankelijk is van specifieke personen zal door de vermogensbeheerder duidelijk moeten worden gemaakt op welke wijze zij deze personen blijven binden aan hun organisatie. De gehele beoordeling van het competitief voordeel kenmerkt zich dan ook door een hoge mate van maatwerk om zodoende het vertrouwen in de vermogensbeheerder bij aanvang te verhogen.

De houdbaarheid van het vertrouwen in de vermogensbeheerder kan verder worden versterkt door een specifiekere rol van historische beleggingsresultaten in het selectieproces. De beperkte mate van tolerantie wanneer een vermogensbeheerder een periode van teleurstellende beleggingsresultaten kent, is mede een resultante van de invloed van historische beleggingsresultaten in het selectieproces. Indien het vertrouwen van de klant voornamelijk gebaseerd is op een historisch goed track-record, moet worden onderkend dat na een periode met teleurstellende resultaten het vertrouwen van de klant in de vermogensbeheerder snel vervliegt. Dit resulteert dan meestal in een voortijdig afscheid van de recent aangestelde vermogensbeheerder. Aangezien vrijwel iedere succesvolle vermogensbeheerder een periode met teleurstellende beleggingsresultaten zal kennen, is het van belang om de invloed van historische beleggingsresultaten in het selectieproces kritisch te beoordelen. Deze noodzaak wordt onderschreven door diverse onderzoeken (onder meer Cornell, 2017 en Goyal, 2008) waaruit blijkt dat historische resultaten weinig tot geen waarde toevoegen bij het selecteren van een vermogensbeheerder.

Historische beleggingsresultaten zijn een van de weinige datapunten die kwantitatief, tijdig, objectief en eenvoudig beschikbaar zijn. Deze eigenschappen resulteren in een natuurlijke neiging voor de klant om deze datapunten (uitgebreid) te analyseren middels diverse kwantitatieve methoden en technieken. Voorkomen dient te worden dat historisch sterke beleggingsresultaten leiden tot een vergroting van het initiële vertrouwen van de klant in de vermogensbeheerder, zonder dat hiervoor begrip is verkregen van het competitief voordeel van de vermogensbeheerder. Historische beleggingsresultaten en andere historische portefeuillegegevens dienen pas te worden

geanalyseerd, nadat door de klant een goed begrip is verkregen van het competitief voordeel van de vermogensbeheerder.

De klant zal het gebruik van historische datapunten moeten beperken tot analyses die tot doel hebben de mate van coherentie te beoordelen tussen de kwantitatieve kenmerken en de beleggingsstrategie van de vermogensbeheerder. Zo kan op basis van de historische mutaties in de portefeuille relatief eenvoudig worden beoordeeld in hoeverre deze passend is bij de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder. Hierbij gaat een lange beleggingshorizon in het algemeen gepaard met een relatief laag aantal mutaties in de portefeuille. Dergelijke analyses worden bij voorkeur besproken met de vermogensbeheerder alvorens definitieve conclusies hieraan verbonden kunnen worden, aangezien valide redenen bestaan waarom bijvoorbeeld een hogere mate van mutaties in de portefeuille toch passend kan zijn bij een lange-termijn beleggingshorizon.

---

## CO-CREATIE ALS ULTIEME UITING VAN VERBONDENHEID KLANT EN VERMOGENSBEHEERDER

---

Het selectieproces wordt pas als afgerond beschouwd indien de klant voldoende vertrouwen heeft om een verbintenis aan te gaan met de vermogensbeheerder voor een periode die minimaal gelijk is aan beleggingshorizon van de vermogensbeheerder.

## OVEREENSTEMMING CONTRACTUELE AFSPRAKEN MET COMPETITIEF VOORDEEL

Nadat een vermogensbeheerder is geselecteerd, wordt normaliter een investment management agreement (IMA) opgesteld waarin de contractuele afspraken tussen de klant en de vermogensbeheerder worden vastgelegd. Deze afspraken kunnen de mate van verbondenheid tussen de klant en de vermogensbeheerder in de praktijk sterk beïnvloeden. Het is hierbij van belang dat de IMA in overeenstemming wordt gebracht met het streven naar een sterke verbondenheid tussen beide partijen. Een tweetal aspecten zijn daarbij belangrijk.

Ten eerste is het aan te raden zowel de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder als de minimale evaluatieperiode van de klant op te nemen in de IMA. Het opnemen van de minimale evaluatieperiode zorgt ervoor dat de vermogensbeheerder voldoende tijd krijgt om de marktinefficiënties te exploiteren. Het opnemen van de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder helpt de klant bij de beoordeling van de passendheid van portefeuille-transacties in relatie tot de beleggingsstrategie van de vermogensbeheerder.

Ten tweede is het raadzaam om specifieke ontbindingsclausules op te nemen in de IMA. Hierbij kan een klant de IMA opzeggen voordat de minimale evaluatieperiode is verlopen. Een conser-

vatieve houding is hierbij gewenst, zowel ten aanzien van het aantal ontbindingsclausules als de inhoud hiervan. Een te groot aantal of te ruim opgestelde clausules zullen sneller leiden tot opzegging van de IMA, met als gevolg dat de gewenste verbondenheid grotendeels teniet kan worden gedaan. Bij het vaststellen van de ontbindingsclausules is van belang om deze direct te relateren aan de beleggingsstrategie van de vermogensbeheerder. Zo zal bij een analytische beleggingsaanpak die sterk afhankelijk is van de analytische kwaliteiten van een (ster)-fundmanager, een ontbindingsclausule kunnen worden opgenomen die direct relateert aan de verbintenis van deze fundmanager met de portefeuille die hij of zij voor de klant beheert. Verder kan bij een informationele beleggingsstrategie een ontbindingsclausule gericht zijn op de verbintenis van een specifieke analist. Als laatste zou bij een kwantitatieve (gedragsmatige) beleggingsaanpak een wijziging van het onderliggende model een reden kunnen zijn tot ontbinding.

Ontbindingsclausules met verwijzingen naar beleggingsresultaten die behaald worden gedurende een periode die korter is dan de minimum evaluatieperiode moeten zo veel mogelijk worden voorkomen, aangezien de beoogde verbondenheid daardoor teniet wordt gedaan.

### CONSERVATIEVE BENADERING TEN AANZIEN VAN ALLOCATIES

Na de aanstelling van een vermogensbeheerder is de ervaring met de vermogensbeheerder uiteraard nog beperkt. Het is daarom raadzaam de omvang van de initiële allocatie conservatief te bepalen. De minimale evaluatieperiode kan als richtlijn wordt aangehouden voor de initiële allocatie, waarbij tussentijdse onttrekkingen zoveel mogelijk moeten worden voorkomen. In het algemeen geldt dat hoe langer de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder, hoe conservatiever de omvang van de initiële allocatie. Doordat na verloop van tijd een betere beoordeling mogelijk is van de kwaliteit van de vermogensbeheerder kan de omvang van de allocatie naar de vermogensbeheerder worden vergroot.

De praktijk leert dat allocatieveranderingen regelmatig plaatsvinden als gevolg van wijzigingen in de beleggingsmix van de klant. Om de verbondenheid tussen de klant en de vermogensbeheerder te waarborgen is het belangrijk om onttrekkingen bij de vermogensbeheerder zoveel mogelijk te voorkomen. Het is raadzaam om binnen een beleggingscategorie een portefeuille in te richten die specifiek tot doel heeft deze allocatieveranderingen zoveel mogelijk te faciliteren. Door de hoge frequentie en de onregelmatige timing van de allocatieveranderingen heeft deze portefeuille een (zeer) korte beleggingshorizon. Mede vanwege deze korte beleggingshorizon is een passieve beheervorm voor deze portefeuille het meest passend. Daarnaast is de spreiding van een passief beheerde portefeuille in het algemeen breder dan bij een vergelijkbare actief beheerde portefeuille, waardoor het liquiditeitsprofiel eveneens beter is.

### OVEREENSTEMMING BEOORDELING- EN MONITORINGSPROCES MET COMPETITIEF VOORDEEL

De houdbaarheid van de relatie tussen de klant en de vermogensbeheerder wordt sterk bepaald door de wijze waarop de klant haar vermogensbeheerder monitort en beoordeelt.

De monitoringsfase van de klant dient zich primair te richten op de beoordeling van de sterkte van het competitieve voordeel van de vermogensbeheerder en in welke mate de organisatie van de vermogensbeheerder zich committeert aan het behouden en versterken van dit competitief voordeel. De beoordelingscriteria die zijn gebruikt bij de selectiefase dienen hiervoor als basis en worden vervolgens regelmatig geüpdatet.

Zolang de termijn van de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder nog niet is verstreken, vervullen performancecijfers slechts een beperkte rol bij de beoordeling van de vermogensbeheerder. Performancecijfers worden voornamelijk gebruikt om inzicht te krijgen in de gedragingen van de vermogensbeheerder (met name in tijden van tegenvallende beleggingsresultaten), waarbij door de klant wordt beoordeeld in hoeverre mutaties in de portefeuille nog steeds passend zijn bij de beleggingsstrategie en de bijbehorende beleggingshorizon van de vermogensbeheerder. In de praktijk blijkt vaak dat een vermogensbeheerder die wordt geconfronteerd met een periode van tegenvallende resultaten, de neiging vertoont om (risicovollere) transacties uit te voeren die niet passend zijn bij de beleggingshorizon en het competitief voordeel van de vermogensbeheerder (o.a. Brown, Harlow en Starks, 1996). De klant zal de vermogensbeheerder kritisch moeten bevragen naar de achtergrond van deze transacties om zodoende de coherentie hiervan met de desbetreffende beleggingsstrategie te kunnen beoordelen. Het is daarom raadzaam een zogenaamde 'style-drift'-ontbindingsclausule op te nemen. De klant kan dan de IMA voortijdig ontbinden wanneer de portefeuillemutaties duidelijk blijken geven van een gewijzigde beleggingsstrategie en beleggingshorizon.

### CO-CREATIE VAN BELEGINGSSTRATEGIE

Een situatie waarbij de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder overeenkomt met de effectieve beleggingshorizon biedt de mogelijkheid tot het gezamenlijk ontwikkelen van een klant-specifieke beleggingsstrategie. Een volledig op de klant afgestemd product biedt beide partijen significante voordelen (o.a., Koedijk, Slager en Van Dam, 2019). Een dergelijke beleggingsstrategie zal in hoge mate bijdragen aan het behalen van de financiële en niet-financiële beleggingsdoelstellingen van de klant. Zo hebben diverse Nederlandse pensioenfondsen inmiddels samen met haar uitvoerders een lange-termijn beleggingsproduct ontwikkeld waarbij naast rendementsdoelstellingen eveneens duurzaamheidsdoelstellingen worden nagestreefd.

Naast dit voordeel voor de klant, biedt deze vorm van samenwerking eveneens een voordeel voor de vermogensbeheerder.

Tabel 2  
Overzicht huidig  
paradigma versus  
nieuw paradigma  
(Wierckx, 2021)

	Huidig paradigma	Nieuw paradigma
Type relatie	Transactioneel	Partnership
Beheerfee		Lager
Transitiefee		Lager
Co-development /Maatwerk	Laag	Hoger
Alignment klant	Laag	Hoger
Alignment vermogensbeheerder	Laag	Hoger
Beleggingshorizon	Niet expliciet gedefinieerd	Expliciet gedefinieerd
Performance evaluatie periode		
• Vaststelling	Ad-hoc gedurende contract	Voor aanvang contract
• Betrokken partijen	Klant	Klant en vermogensbeheerder
• Gedifferentieerd	Nee	Ja
• Onderdeel IMA	Nee	Ja
• Geformaliseerd	Nee	Ja
Selectie / monitoringsfase		
• Belang performance	Gemiddeld tot groot. Performance als proxy van de kwaliteit van de vermogensbeheerder.	Beperkt. Slechts alleen vanuit het perspectief van het competitief voordeel van de vermogensbeheerder.
• Criteria	Beleggingsfilosofie, beleggingsproces, beleggingsresultaten, personeel en portefeuille.	Gericht op alle aspecten van het competitief voordeel.
• Differentiatie	Beperkt	Hoog. Gebaseerd op type competitief voordeel.
Ontbinding IMA	Onconditioneel	Conditioneel

Co-creatie zorgt voor de mogelijkheid dat de vermogensbeheerder zich kan ontwikkelen tot een toegewijd partner van de klant. De vermogensbeheerder zal hierdoor eerder worden betrokken bij nieuwe beleggingsvraagstukken van de klant. Dit versterkt de onderlinge verbondenheid verder.

## CONCLUSIE

In een tijd waarin vermogensbeheerders als eenvoudig inwisselbaar worden gezien en waarbij de tolerantie ten aanzien van teleurstellende beleggingsresultaten beperkt lijkt te zijn, is het noodzakelijk om te komen tot een nieuw paradigma dat gebaseerd is op een sterkere verbondenheid tussen de klant en haar vermogensbeheerder (zie tabel 2). Op basis van de praktische aanbevelingen die in dit artikel worden beschreven wordt het mogelijk om een duurzamere relatie tussen de klant en haar vermogensbeheerder te effectueren met wederzijds voordeel. Of zoals Henry Ford het treffend verwoordt:

*“Bij elkaar komen is een begin, bij elkaar blijven is vooruitgang, samenwerken is succes”.*

### Literatuur

- Baird’s Advisory Services Research, 2014, The Truth about Top-Performing Money Managers – Why investors should expect – and accept – periods of poor relative performance.
- Brown, K., W. Harlow en L. Starks, 1996, Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry, *Journal of Finance*, vol. 51: 85–110.
- Cornell, B., J. Hsu en D. Nanigian. (2017), Does Past Performance Matter in Investment Manager Selection? *The Journal of Portfolio Management*, 43: 33–43.

- De Roon, F. en A. Slager, 2012, The Duration and Turnover of Dutch Equity Ownership A Case Study of Dutch Institutional Investors, *Eumedion*.
- Fuller, R., 1998, Behavioral Finance and the Sources of Alpha, *Journal of Pension Plan Investing*, vol.2.
- Goyal A., en S. Wahal, 2008, The Selection and Termination of Investment Management Firms by Asset Owners. *Journal of Finance*, vol. 42: 1805–1847.
- Kahneman, D., en A. Tversky, 1979, Prospect Theory: An Analysis of Decision Making Under Risk, *Econometrica*, 47: 263–291.
- Kahneman, D., J. Knetsch en R. Thaler, 1990, Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem, *Journal of Political Economy*, 98(6): 1325–1348.
- Koedijk, K., A. Slager en J. Van Dam, 2019, *Achieving Investment Excellence: A Practical Guide for Trustees of Pension Funds, Endowments and Foundations*, Wiley
- Van Dam, J. en L. Dijkstra, 2018, Long-term investing in public equity markets: what does success look like... and how to organize it?, *The 300 Club*
- Wierckx, P., 2021, Thinking Beyond the Hiring and Firing of Asset Managers: A New Framework Truly Aligning Asset Owners with Asset Managers. *Journal of Accounting and Finance*, vol. 21(2): 127–142.

### Noot

- 1 Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven en reflecteert niet noodzakelijkerwijs de mening van MN.
- 2 Succesvolle beleggingsfondsen zijn in het onderzoek van Baird (2014) gedefinieerd als beleggingsfondsen die op een 10-jaars basis meer dan 1% jaarlijkse outperformance hebben laten zien met een lagere volatiliteit dan de benchmark.

# The power of public filings

*Chashaka Wimalaweera and Daryl Smith*

The power of public filings cannot be overstated. They possess immense information on companies, their financial performance, their current standing, and where they are headed.

Many are aware of prominent SEC filings such as 10-Ks and 10-Qs. However, few are aware of some of the "lesser-known" company filings, which typically fly under the radar despite containing material information that is relevant for investment professionals.

This article elaborates on the theme of "lesser-known" public filings, and contributes several examples of US and UK filings for real-world applicability.

## THE "WELL-KNOWN" COMPANY FILINGS

For investment professionals, the most accessible and frequently-read SEC company filings are:

- 10-Ks – an annual report containing audited financial statements and other company information (e.g. risk factors, business operations);
- 10-Qs – a less exhaustive version of a 10-K that is submitted quarterly;

- 8-Ks – a report filed to announce major material events to shareholders (e.g. bankruptcy, M&A);
- And perhaps S-1s, for those more involved in IPOs – a form containing business and financial information on a soon-to-be-public company.

From these four filings alone, one can obtain a comprehensive picture of a company's:

**Chashaka Wimalaweera**  
Senior Analyst at Neudata



**Daryl Smith CFA**  
Head of Research at Neudata





- Past and current financial performance;
- Expected financial performance for the upcoming fiscal year;
- Current and future risks – be it for the company or the industry/market they operate in;
- Management decisions and corporate governance; and
- Corporate events and changes

Some investment professionals consume these 400-page filings manually – for instance, investment managers at firms such as Berkshire Hathaway, Fidelity Investments, and Vanguard Group have publicly admitted to reading through company filings manually, including the minutiae hidden in footnotes (MacBride, 2014). However, this approach can be tedious and time-consuming, especially if a large investment universe is involved.

With the emergence of natural language processing (NLP) over the past two decades, some investment professionals have begun taking a more automated approach to consuming company filings. Through NLP-powered text extraction and analysis, one can now filter the most relevant portions of these filings and come to their respective conclusions in a fraction of the time.

Take the 2019 10-K of Teladoc as a case in point. At the time, the telemedicine giant were in the midst of their NCQA certification review, an important healthcare accreditation. Through automated text analysis, investment professionals would have been able to easily (and quickly) notice that all mentions regarding this certification were suddenly dropped in their February 2019 filing (Figure 1).

Through NLP, an equity researcher would have been able to swiftly deduce that this sudden avoidance of discussing Teladoc’s NCQA certification may mean that the firm are encountering delays or, at worst, not receiving their certification again. And, as was the case, the group were placed under

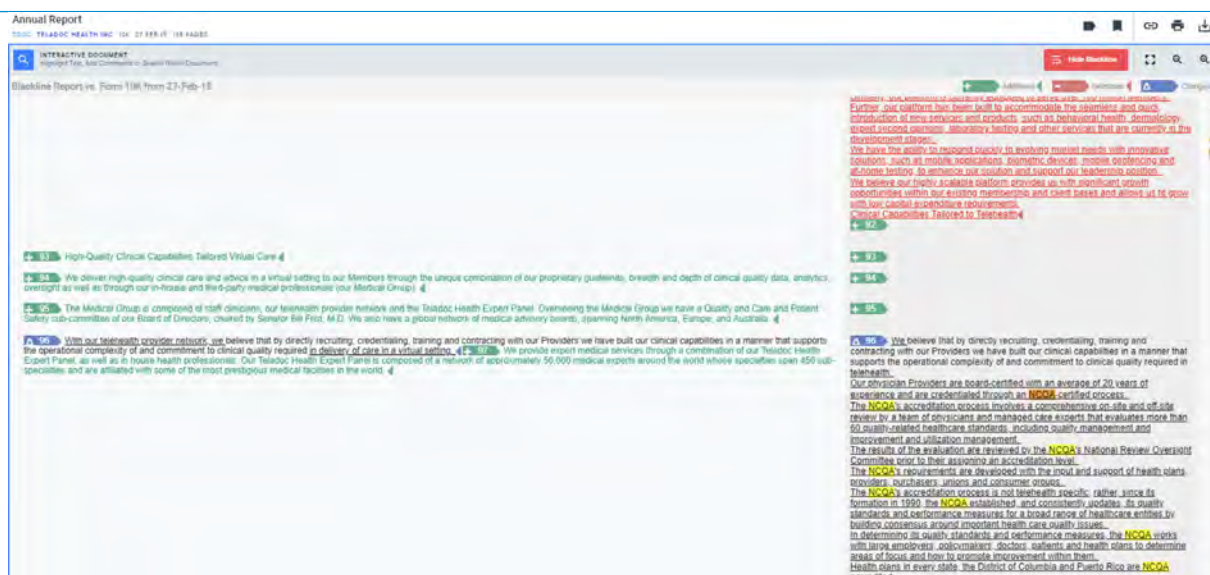
“corrective action” by the NCQA three months after the 10-K was published.

Some sophisticated investment professionals also apply sentiment analysis to 10-Ks and 10-Qs, in addition to the techniques discussed above. Sentiment analysis comprises an automated algorithm that can methodically peruse sentences, sub-sentences, and even the lexicon utilised in a company filing, to produce various insights on a company. These insights can vary from straightforward bullish/bearish indicators (e.g. a 10-K with frequent mentions of “we are confident” will be assigned a bullish score), to the detection of specific emotions (e.g. distress, joy, sadness) depending on the NLP’s intricacy.

Key providers of such analysis include:

- InsiderScore – produce “similarity scores” that look at the year-over-year textual difference in a company’s 10-K and 10-Q filings. The score is based on the Harvard Lazy Prices study (Cohen, Malloy, and Nguyen, 2019), which states that significant textual differences in a company’s filings year-over-year can be indicative of future financial distress.
- Brain – produce several sentiment metrics for US stocks based on the language utilised in their 10-Ks and 10-Qs. An example metric calculated by Brain examines the percentage of words in a filing with language classified as “constraining”, “interesting”, “litigious”, and “uncertainty”. These metrics are provided for the full filing, as well as separately for the Risk Factors and Management Discussion and Analysis sections.
- Amenity Analytics – produce two sentiment scores based on company SEC filings. The first is a general sentiment score between -100 to +100, indicating negative and positive sentiment, respectively. The other investigates “key drivers and relevant trends” mentioned in the filing – for instance, the group extract mentions of “new products” from a filing, and subsequently classifies them by positive or negative sentiment. Amenity also offer isolated sentiment signals (e.g. number of “deceptive phrases” per earning statement per company).

Figure 1  
Automated 10-K  
analysis by AlphaSense



Source: AlphaSense (2019)

## THE "LESSER-KNOWN" COMPANY FILINGS

10-Ks and 10-Qs are not the only company filings that can offer material information to investment professionals. There are dozens of public filings submitted by companies that can provide similar signals – and, on some occasions, superior ones – but they are not as popularised in the financial services industry.

### FORM 5500

Form 5500s are legally required to be submitted by US companies under the Employee Retirement Income Security Act (ERISA) and the Internal Revenue Code. Simply put, it is an annual document submitted by both private and public companies in the US to the Department of Labor, containing detailed information on the benefits and welfare plans offered by the company to their employees.

Aspects reported in the Form include:

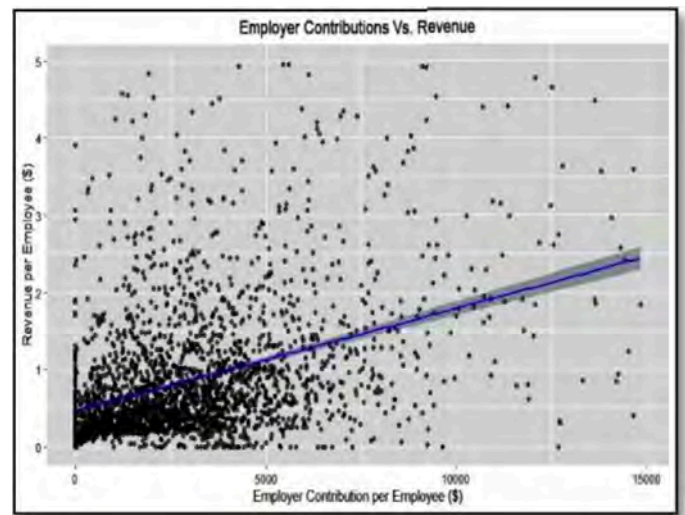
- The number of employees participating in a company pension or benefit plan;
- Pension contributions by both the employee and employer;
- Payroll and medical insurance offered, and their payment schedules; and
- General firmographic information, such as employee counts

For investment professionals, Form 5500s can offer several insights into a company. Short-sellers can analyse employee benefit contributions to determine if deceleration is occurring at a company – if deceleration is indeed observed, it can signal payment delinquency and potential future weakness in the stock. ESG investors can analyse employee benefit plans across companies and industries to understand the overall treatment of employees and corporate governance. In insurance and underwriting, the occurrences of cutbacks in payroll and benefits can signal credit risk and distressed financial health.

The applicability of Form 5500s for investment professionals has also been confirmed by external research. For instance, Cussatt and Demere (2019) discovered that markets do, in fact, react to disclosures released by companies through their Form 5500, particularly regarding their pension contributions and expenses. Similarly, a recent paper by T.Rowe Price (2018) found that employer contributions were positively correlated with company financial performance. Likewise, a 2020 whitepaper by a provider of Form 5500 data, Axiomatic Data, uncovered statistically significant correlations between pension plan contributions and corporate financial performance for Russell 3000 companies (Figure 2).

Form 5500s are publicly accessible to investment professionals via the US Department of Labor. Those interested in utilising the Form should be aware of one caveat though: the low reporting frequency. As mentioned earlier, the filing frequency of Form 5500s for individual companies is typically annual, meaning that longitudinal company-level insights will be relatively slow-moving.

Figure 2  
Correlation between employer contributions per employee and revenue per employee



Source: Axiomatic Data (2021)

### WARN ACT

Perhaps one of the more “well-known” of the “lesser-known” filings, WARN notices have become a frequently used filing to identify companies in distress.

In simple terms, the Worker Adjustment and Retraining Notification (WARN) Act is a US federal law that requires companies to give advance notice to the government if they are intending to lay off more than 50 employees at a single plant and/or close a plant entirely. When such activity is expected to be carried out, companies submit WARN notices to the Department of Labor, and list information such as:

- The name of the company;
- The layoff/closure date;
- The number of employees impacted; and
- The reason behind the layoff/closure

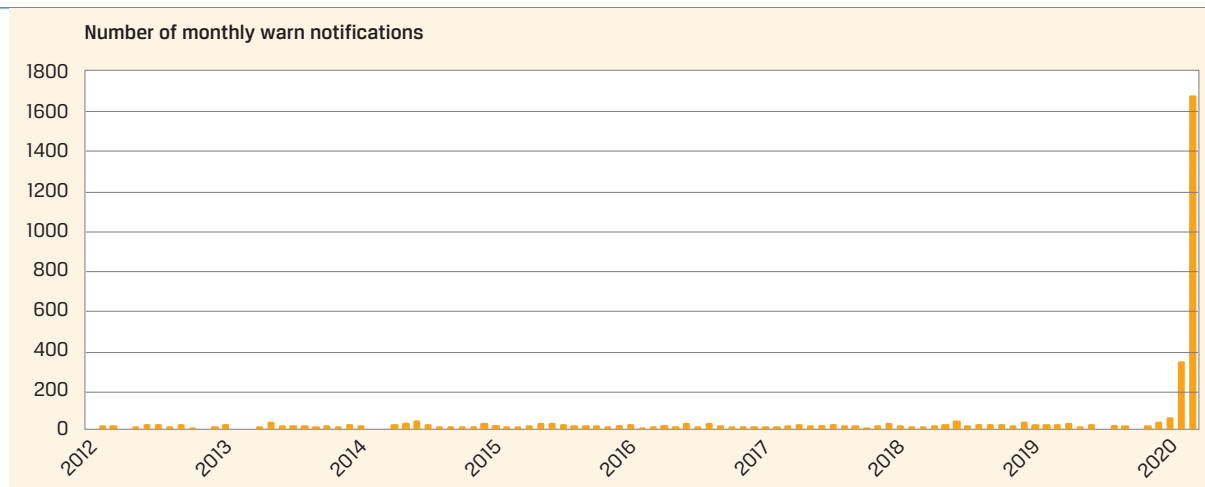
Perhaps the most obvious use case of WARN Act notices is distinguishing at-risk businesses ahead of time. WARN Act notices can also be leveraged as a barometer for the health of certain industries, geographies, and US businesses in general. For instance, during COVID-19, the US observed record numbers of WARN Act notifications (Figure 3), signalling the severity of the pandemic to investment professionals before official economic statistics were released:

International equivalents to the WARN Act are also available for investment professionals to utilise – HRI Forms are one such equivalent. Like their US counterpart, the UK require companies that intend to make 20 or more of their employees redundant to provide a 90-day notice to the Secretary of State.

However, unlike the WARN Act, HRI Forms have two limitations:

- The Form is deemed “commercially confidential” – as such, company names are not disclosed by the government, restricting company-level insights.

Figure 3  
Number of WARN Act  
notifications  
submitted each month



Source: Enigma (April 2020)

- The UK do not make HRI Form data easily available to the public – information on HRI submissions can currently only be retrieved through Freedom of Information Act requests, which may be too resource-intensive for investment professionals. WARN Act notices, on the other hand, are publicly accessible through the Department of Labor.

## UCC FILINGS

Uniform Commercial Code (UCC) filings, specifically UCC-1 filings, are legal notices that are submitted by lenders in the US during the provision of a loan. The notice is required for various business loans under the Uniform Commercial Code in the US, and establishes that creditors have the right to the asset(s) used as collateral by the debtor, should they default on their loan.

UCC-1 filings detail the lien, the name of the debtor, and the name of the creditor. Therefore, the document can be pertinent during due diligence/KYC, as one can uncover the percentage of a company's assets that is held as collateral and determine whether their operations are largely underpinned by liabilities.

UCC filings can be used to monitor a company's financial health over time as well. Currently, UCC-1 filings are valid for up to five years from its submission – should a debtor be required to continue their loan, they must file a UCC-3 requesting a further five-year extension. As such, investment professionals can use UCC-1 filings in conjunction with UCC-3 filings to obtain a more complete picture of a company's financial standing.

UCC-1 filings can also be used to investigate the lender, not just the debtor. For instance, by aggregating UCC-1 filings, one can answer questions such as:

- How many loans have Wells Fargo extended to H&M?
- In dollar amounts, how much have Wells Fargo loaned H&M?
- Can Wells Fargo recoup their losses by recovering H&M's assets, should the retailer default on their loan(s) due to the challenging economic climate set by COVID-19?

There are also international equivalents of UCC-1 filings, making this type of filing relevant to investment professionals with a non-US interest as well.

For instance, in England and Wales, Form MR01s offer similar insights into debtors and creditors as a UCC filing – when a company use an asset to secure a loan, they must register their “charge” via a Form MR01 within 21 days. And, like the UCC-1 filing, Form MR01s can be submitted on various business loans such as mortgages and debentures, capturing material liabilities for a company.

## FORM 144

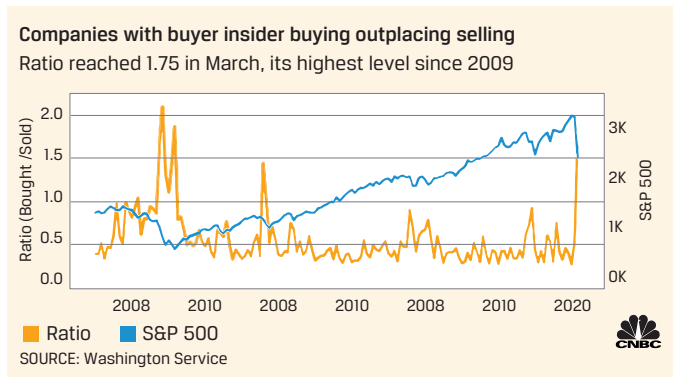
Many are familiar with Form 4s, the SEC filing that legally requires the public disclosure of any security transactions completed by corporate insiders. However, few are aware of its lesser-known companion: Form 144. While Form 4s report insider transactions after-the-fact, Form 144s require that insiders provide up to a 90-day notice of a proposed sale of 5k or more shares and/or \$50k or more worth of shares.

For investment professionals, utilising Form 144s offer three advantages.

Firstly, insiders of foreign companies traded in the US are not legally required to file a Form 4. However, they are required to file a Form 144, making the document one of the few sources of insider buys/sells that investment professionals can possess for these companies.

Secondly, the Form can be used to gauge the outlooks of executives/insiders. For example, in 2020, the US stock market was seeing one of the highest levels of insider buys (Figure 4), signalling corporate optimism and a general bullish view of the economy despite the ongoing COVID-19 pandemic.

Figure 4  
Insider buys and sells



Source: CNBC (2020)

Finally, Form 144s are one of the rare filings in circulation that are still filed as a paper document – in fact, it is currently only accessible through a reading room in Washington DC. Therefore, very few investment professionals have the ability to easily get their hands on Form 144s.

It should, however, be noted that most insiders exploit the notice period set by the SEC – since the Form allows the sale *within* 90-days of filing, insiders typically complete their transactions the same day that their Form 144 is filed (Chakrabarty and Shkillo, 2012). Academic research has also found that Form 144s are nearly always reported after Form 4 disclosures due to the effects of the Sarbanes-Oxley Act (SOX), inadvertently counteracting the original purpose of the filing being timelier than Form 4s (Franzen, Li, and Vargus, 2013).

Nevertheless, the Form does possess other information advantages – providing visibility on non-US company insider transactions, gauging executive outlook – making it a worthwhile filing for investment professionals in the grand scheme of things.

### COUNTY COURT JUDGEMENTS

Many investment management practitioners take a view that company filings are mostly useful for providing insight into US companies – in particular, publicly-traded US companies. While there is a degree of veracity to this statement – after all, the US are perhaps one of the more transparent regions in the world – this is not always the case.

County Court Judgments (CCJ) are proof positive.

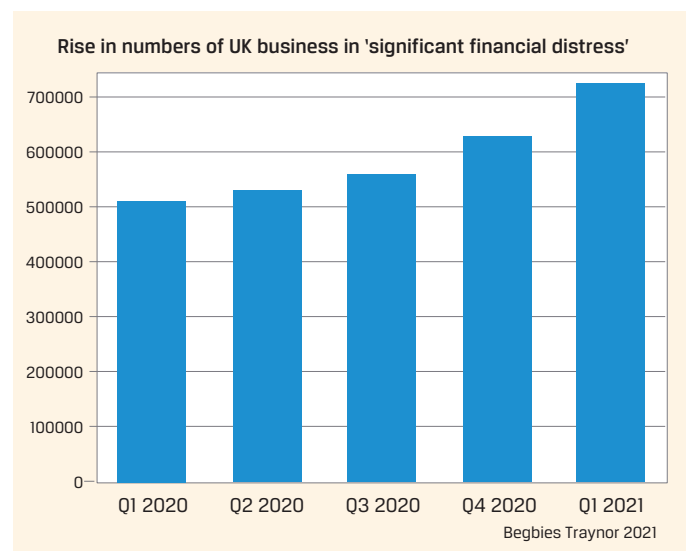
CCJs are a legal submission filed by creditors in the UK when their debtors fail to repay the money they owe – it is often one of the first plans of action for creditors hoping to recoup their losses. The submissions are made as/when creditors encounter difficulties with their debtors (making it a filing that offers high-frequency data to users) and contain detailed information such as:

- The name of the debtor;
- The total sum of money that the judgement was filed for; and
- The total amount owed by the debtor

For investment professionals, CCJs can act as a useful warning sign for identifying which UK businesses can no longer manage to pay their debts – at least not on time – and are in financial distress. Moreover, given the nature of the filing itself, CCJs will be particularly pertinent for monitoring privately-owned small-to-medium sized businesses in the UK.

For macro investors, CCJs can also be leveraged as a broad gauge into the financial health of the UK economy before official statistics are released by authorities. For example, during the early days of the COVID-19 pandemic, the UK were observing an increasing number of CCJ submissions, implying that the region were heading into a period of poor credit health (Figure 5):

Figure 5  
Number of UK businesses with a CCJ for more than £5k in outstanding debts increased during the pandemic



Source: Raconteur

CCJs are currently retrievable through the Registry Trust, who maintain the official records on behalf of the Ministry of Justice.

### STANDARD ESSENTIAL PATENTS

The use cases of company filings are not restricted to just finding early warning signs – there are several public filings that can help investment professionals identify the earnings/revenue potential for a company.

Standard Essential Patents are one such filing.

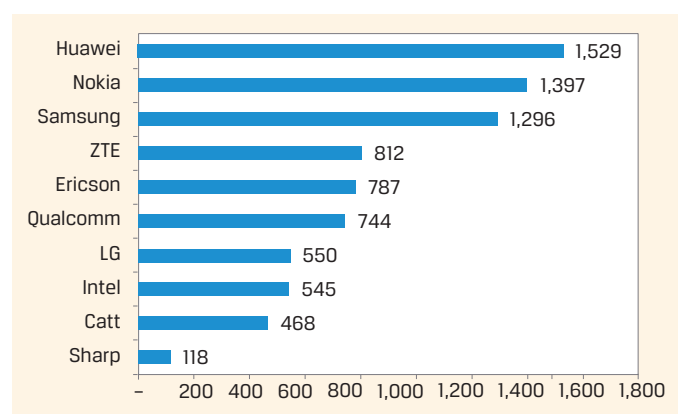
For those unfamiliar with the world of innovation, when standard-setting organisations (SSO) convene to discuss new standards, they produce official documents that detail the specific items, materials, systems, and technologies that must be followed to be standard-compliant. A Standard Essential Patent (SEP) is a patent filed by companies that claim that their invention(s) is “essential” in a standard’s use.

For the few companies that find their invention(s) to be “standard-essential”, this opportunity can lead to significant

revenue generation, as all other firms that operate in the respective standardised industry would be legally required to license the patented invention and pay royalties to comply. Qualcomm, for instance, made news in 2017 when it was shared that smartphone manufacturers would be required to pay up to \$16.25 in royalties for each 5G device they sold as the firm's technologies were "essential" for the global 5G NR standard.

As such, by monitoring SEPs filed by companies, investment professionals can gauge the potential revenue that a firm is expected to earn (Pohlmann, Neuhausler, and Blind, 2015). For example, firms such as Huawei and Nokia have currently filed over 1k SEPs for their inventions (Figure 6) concerning 5G, indicating that the two tech giants stand to generate huge royalties as the technology rolls out globally:

Figure 6  
Number of declared 5G SEP's



Source: IPlytics, Neudata

Monitoring SEPs will be particularly relevant for investment professionals with a vested interest in heavily standardised industries such as telecommunications and materials, as these sectors are where SEPs strongly come into play. For those that fall within this research remit, SEP data can be obtained from the public online directories of various SSOs (e.g. ETSI for telecom SEPs, IEC for electronics SEPs).

## FINAL REMARKS

As investment professionals continue to search for data that can pre-empt company performance, public filings can be a valuable source of material information. Particularly through the use of "lesser-known" filings, such as the brief selection discussed, investment professionals can ensure that they possess an information edge over peers that continue to solely rely on "well known" company filings.

As touched on above, these lesser-known filings are publicly available through various organisations, thereby making this information accessible to any and all interested investment professionals. The fact that these filings are free to access also highlights that extracting material information on a company does not have to be expensive – a common misconception in the financial services industry around the use of non-traditional data (Whyte, 2020).

Information accessibility has been further promoted by alternative data providers, who offer various commercial products on lesser-known filings, which investment professionals can subscribe to for a nominal fee. For instance:

- Intellectual property data provider, PatSnap, collate Standard Essential Patents declared by major standard-setting organizations, including the ITU, ETSI, CEN, and IEEE.
- The Washington Service consolidate Form 4s and Form 144s on hundreds of thousands of public companies and corporate insiders.
- In 2020, public data aggregator, Enigma, launched a WARN Act notification database for US companies.

Therefore, alternative data providers can play a useful role in reducing barriers to entry for investment professionals hoping to incorporate these lesser-known filings into their research processes.

Finally, as filing analysis technologies become increasingly sophisticated, alternative data providers may venture beyond just simply collating these filings in a standardised manner, and begin producing derived insights/signals to be more value-relevant. Such developments have already been gaining traction among Form 5500 data providers. For example, alternative data provider, Axiomatic Data, offer "Thrive Scores" – a proprietary score based on employee growth and benefit disclosures in Form 5500s, which claims to predict the likelihood of a company thriving financially.

On the whole, this article intends to demonstrate that there is, in fact, power in public filings, and that, despite being a "traditional" source of company information, public filings can possess alpha-generating insights for investment professionals.

## REFERENCES

- How to read a 10-K like Warren Buffett. E MacBride (2014)
- How Investment Analysts Spot Critical Changes In SEC Filings. AlphaSense (2019)
- Lazy Prices. L Cohen, C Malloy, and Q Nguyen (2019)
- The Usefulness of Selective Tax Return Disclosure: Evidence from Form 5500. M Cussatt and P Demere (2019)
- Where 401(k) Design and Corporate Profitability Cross Paths. T.Rowe Price (2018)
- Pension Contributions and Corporate Financial Performance: Signals from Form 5500 Data February 2020. Axiomatic Data (2020)
- Information Leakages and Learning in Financial Markets. B Chakrabarty and A Shkilko (2012)
- The effect of Sarbanes-Oxley on the timely disclosure of restricted stock trading. L Franzen, X Li, and M Vargus (2013)
- Standard essential patents to boost financial returns. T Pohlmann, P Neuhausler, and K Blind (2015)
- How Much Are Managers Paying for Data? A Whyte (2020)
- Introducing WARN Act Notifications data. Enigma (2020)
- Axiomatic Data Creates and Releases ThriveScores™. Axiomatic Data (2021)

# Samenvatting van RBA-scriptie

## HET SAMENSTELLEN VAN EFFICIËNTE LOW VOLATILITY AANDELENPORTEFEUILLES VOOR BELEGGERS MET LANGETERMIJNVERPLICHTINGEN

*Jasper Klein RBA is Investment Strategist bij ABN AMRO Pensioenfond*s

### Inleiding

Langetermijnbeleggers zoals pensioenfondsen beleggen in obligaties om het renterisico van de toekomstige verplichtingen af te dekken en in aandelen om de koopkracht van deze uitkeringen in stand te houden. Binnen de aandelenportefeuille kunnen door markt-bewegingen grote verliezen optreden. Deze zijn extra pijnlijk wanneer ze samengaan met een daling in de rente, omdat dit betekent dat de waarde van de toekomstige verplichtingen stijgt en de balans onder druk komt te staan. Dit was bijvoorbeeld het geval bij de financiële crisis uit 2008 en recent de Coronacrisis in 2020 en heeft bij Nederlandse pensioenfondsen tot forse dalingen in de dekkingsgraad geleid. Om deze situaties beter te kunnen doorstaan heb ik in deze scriptie onderzoek gedaan naar de mogelijkheden om aandelenportefeuilles efficiënter te maken voor beleggers met langetermijnverplichtingen. Na een eerste verkenning van de literatuur bleek dat aandelenportefeuilles die samengesteld zijn op basis van de 'Low Volatility' factor het meest geschikt zijn om deze schokken te verminderen. Deze aandelen zijn minder volatiel, waardoor ze in verwachting minder sterk dalen bij een crisis. Daarnaast vertonen deze aandelen obligatie-achtige karakteristieken waardoor ze bij dalende rentes beter presteren dan een marktportefeuille.

### METHODIEK

Een klassieke Low Volatility portefeuille wordt samengesteld met een minimum-variantie-optimalisatie of door middel van de zogenaamde sorteermethodes die aandelen met de laagste historische absolute volatiliteit of laagste marktbeta selecteert. De beide methodes houden echter niet expliciet rekening met het risico van lange termijn beleggers,

namelijk veranderingen in de langetermijnrente. In mijn onderzoek zijn verschillende alternatieve sorteermethodes geanalyseerd die dit risico wel meenemen. Er is onder andere gekeken naar de relatieve volatiliteit van een individueel aandeel ten opzichte van een langlopende obligatie en de obligatie-beta.<sup>1</sup>

In het eerste deel van het onderzoek worden de sorteermethodes gebruikt om long-only portefeuilles van USD-aandelen samen te stellen en daarmee theoretische historische rendementen te berekenen volgens een iteratief proces. Vanaf januari 1947 wordt iedere maand een portefeuille samengesteld met de aandelen die over de 60 maanden daaraan voorafgaand de beste uitkomsten gaven op de betreffende sorteermethode. Deze aandelen worden gelijkgewogen en een maand vastgehouden. Het portefeuillerendement wordt vastgelegd en het proces herhaalt zich. Aan het einde van het proces geeft dit voor iedere sorteermethode de theoretische historische rendementen. Hiermee kunnen we beoordelen of de methode leidt tot een portefeuille die efficiënter is voor beleggers met langlopende USD-verplichtingen. De efficiëntie wordt gemeten met een verplichtingen Sharpe-ratio, waarin het rendement en risico ten opzichte van de verplichtingen gemeten wordt.<sup>2</sup>

In het tweede deel van het onderzoek worden de aandelen met de beste en de slechtste uitkomsten op de sorteermethodes gecombineerd tot long-short portefeuilles. Relevant hierbij is welke sorteermethode en welk wegingsschema gekozen wordt om deze portefeuilles samen te stellen. De wegingsschema's die meegenomen zijn in het onderzoek zijn: het minimaliseren van de absolute

volatiliteit, het minimaliseren van de relatieve volatiliteit en een schema waarbij de marktbeta van de portefeuille op nul uitkomt.

### Conclusies

De belangrijkste conclusie is dat beleggers die geen short-posities innemen, geen rekening hoeven te houden met langlopende USD-verplichtingen wanneer ze een Low Volatility aandelenportefeuille samenstellen. Een methode waarbij de aandelen met de laagste absolute volatiliteit geselecteerd worden, leidt historisch gezien tot de hoogste verplichtingen Sharpe-ratio en ook tot de hoogste standaard Sharpe-ratio. Indien beleggers wel short-posities kunnen innemen, leidt een long-short portefeuille met een wegingsschema die de relatieve volatiliteit (tracking error) ten opzichte van de verplichtingen minimaliseert wel tot de hoogste verplichtingen Sharpe-ratio. Het maakt hierbij niet uit met welke sorteermethode de onderliggende aandelen geselecteerd zijn. Wel moet de kanttekening gemaakt worden dat de verschil-



len tussen de Sharpe-ratio's van de verschillende wegingschema's niet altijd statistisch onderscheidend zijn. Ook wordt geconcludeerd dat beleggers die ten opzichte van de langlopende verplichtingen een efficiënte Low Volatility portefeuille nastreven, zich kunnen beperken tot een standaard long-only portefeuille. Hiermee vermijden ze de complexiteit, de leverage en trans-

actiekosten die met de long-short portefeuilles gepaard gaan. Het onderzoek is ten slotte ook toegepast op een kortere dataset van euro-aandelen en het perspectief van een belegger met langlopende euroverplichtingen. Ook hier is de conclusie dat het niet nodig is om rekening te houden met de verplichtingen.

#### Noten

- 1 De obligatiebeta is gedefinieerd als de volatiliteit van het aandeel gedeeld door de volatiliteit van de langlopende obligatie en vermenigvuldigd met de correlatie tussen deze instrumenten.
- 2 Deze aangepaste Sharpe-ratio is berekend door het behaalde overrendement van de aandelen ten opzichte van een langlopende obligatie te delen door de historische volatiliteit van dit overrendement. Bij de standaard Sharpe-ratio wordt het korte risicovrije rendement gebruikt om het overrendement te berekenen.

# Ruis, Waarom we zo vaak verkeerde beslissingen nemen, en hoe we dat kunnen voorkomen

Review door Michel Wetser – Fiduciair Adviseur Beleggingen bij MN

Om de aandacht van de lezer gelijk naar het boek te trekken starten de auteurs, – Daniel Kahneman, Oliver Sibony en Cass R. Sunstein – met aansprekende voorbeelden over ruis. Het boek is doordrenkt met voorbeelden uit de rechtsspraak, zoals het feit dat rechters verschillende straffen opleggen voor soortgelijke delicten, vanwege de juridische achtergrond van Sunstein. Een voorbeeld uit de financiële sector is de variatie van het afgeven van verschillende verzekeringspremies door acceptanten. In het boek is onderscheid gemaakt tussen ruis en bias. Aan de hand van een schietschijf wordt duidelijk gemaakt dat de schoten systematisch links beneden de roos bias betreft. Bij ruis is er juist geen patroon te ontdekken.

Het boek vervolgt met een conceptuele onderbouwing van ruis. De auteurs definiëren de totale fout op basis van de kleinste kwadrantenmethode en bestaat uit de kwadranten ruis en bias. Vervolgens attribueren de auteurs systeemruis in de componenten niveauruis en patroonruis. Niveauruis is variabiliteit van de gemiddelde oordelen van verschillende individuen. Sommige rechters zijn strenger. Patroonruis is variabiliteit in de reactie van rechters op verschillende zaken. Het kan zo zijn dat de ene rechter winkeldiefstal zwaarder bestraft dan witteboordencriminaliteit. De groepsdynamiek van ruis komt eveneens aan de orde. Kuddegedrag en sociale beïnvloeding versterken ruis in een groep. De ironie is dat onafhankelijke meningen van groepsleden juist ruis reduceert en tot een accurater uitkomst leidt. Dit is een voorbeeld van *wisdom of crowds*, wat een beleggingsprofessional zal vertalen met de markt heeft altijd gelijk of alle informatie is verdisconteerd in de prijs.

Ruis bij voorspellende beoordelingen heeft meer raakvlakken met het werk van beleggingsprofessionals. Hier breken de auteurs een lans voor beoordelingsmodel-

len die beter presteren dan de beoordelaars op wie ze gebaseerd waren. In de basis komt dit neer omdat modellen geen menselijke subtiliteiten kennen, zoals het nemen van beslissingen op basis van gevoel, onderbuik of intuïtie. Hier is veelvuldig geput uit het boek *Thinking, Fast and Slow* (Ons feilbare denken) van Kahneman. Vooral de menselijke voorkeur voor systeem 1 denken: snelle, intuïtieve denken in plaats van systeem 2 denken: actief nadenken staat aan de basis voor menselijk falen en de voorkeur van de auteurs voor mechanische benaderingen. Een ander advies is om de oordeelsvorming voornamelijk te baseren op vergelijkingen of het aanbrengen van een rangorde. En vermijdt zo veel mogelijk absolute oordelen. De adviezen van het gebruik van modellen met relatieve vergelijkingen ter ondersteuning van beslissingen kunnen beleggingsprofessionals ter harte nemen. Mijn ervaring is dat modellen en relatieve vergelijkingen veelvuldig worden gebruikt in de beleggingspraktijk.

Een belangrijk deel van het boek behandelt de mogelijkheden voor betere oordelen. De auteurs introduceren hiervoor het concept *beslissingshygiëne*. De gegeven adviezen



Auteurs: Daniel Kahneman, Oliver Sibony en Cass R. Sunstein  
Uitgever: Nieuw Amsterdam  
ISBN: 978-9046828465

zijn mijn inziens niet nieuw, maar door de menselijke voorkeur voor 'intuïtief' denken toch de moeite waard om kennis van te nemen. Het eerste advies is simpel. Laat binnen een organisatie belangrijke besluiten nemen door de betere beoordelaars, op grond van intelligentie en cognitieve stijl. In de praktijk lijkt mij dit advies niet zo maar te realiseren. Hoe meet je intelligentie of cognitieve vaardigheden van medewerkers en is het aanbrengen van onderscheid tussen medewerkers passend binnen een 'open' organisatiecultuur?

Een ander advies van de auteurs om de beslissingshygiëne binnen een organisatie te verbeteren is het stroomlijnen van informatie. Een probleem kan gedesintegreerd worden in afzonderlijke delen waarover onafhankelijke schattingen of oordelen kunnen plaatsvinden. In de forensische wetenschap blijkt bijvoorbeeld dat kennis van het delict en/of de dader de uitkomst beïnvloedt van deelonderzoeken zoals de

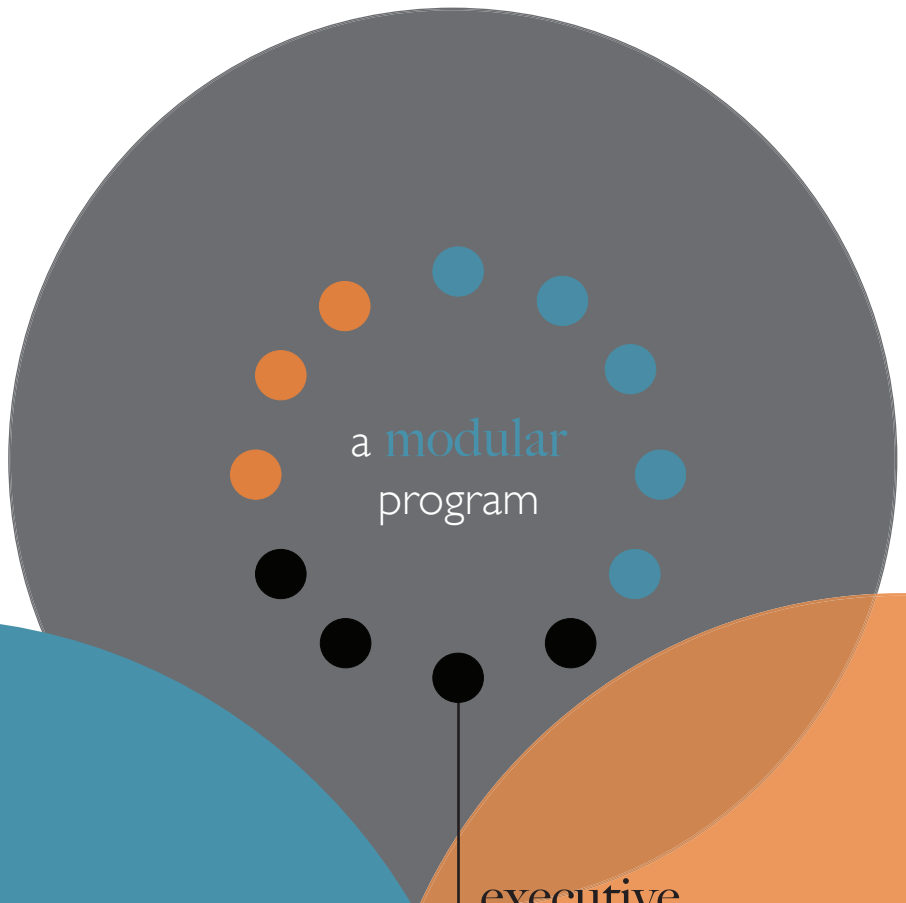


analyse van vingerafdrukken. Een second opinion is niet onafhankelijk als de tweede beoordelaar op de hoogte is van het eerste oordeel. Het boek eindigt met het benoemen van de negatieve aspecten van ruisreductie zoals geen oog hebben voor individuele omstandigheden bij oordelen. Ook in een organisatie kan een systeem met ruis wenselijk zijn voor de motivatie en creativiteit onder medewerkers.

Ruis (Noise) heeft niet dezelfde statuur als de Thinking, fast and Slow van Kahneman. Daarvoor is het boek niet voldoende vernieuwend. De problematiek van ruis is in algemene zin beschreven. De raakvlakken met het werk van beleggingsprofessionals zijn beperkt en leverden mijn inziens geen nieuwe inzichten op. Het werken met relatieve voorkeuren (A boven B) en modellen is decennia lang gangbaar in de beleggingspraktijk. Het is jammer dat de auteurs nauwelijks zijn ingegaan op mechanische

toepassingen van algoritme of artificial intelligence. Deze toepassingen brengen bij uitstek ruis terug, maar zorgen tegelijk in sommige gevallen voor maatschappelijke onrust. Voor de hogere echelons van organisaties geeft het boek wel voldoende aanknopingspunten voor het beter oordelen van eenmalige gebeurtenissen zoals bedrijfsovernames. Aan zelfvertrouwen en intuïtie is vaak geen gebrek in deze echelons.

- Learn
- Change
- Lead



a modular  
program

# RBA Program.

● Part of the VBA Academy.

executive  
teaching

case based  
learning

for investment  
professionals

The renewed RBA Program

More info

[info@cfavba.nl](mailto:info@cfavba.nl)

for the experienced investment professional



## COMMISSIES/VOORZITTERS 2021

### Bestuur van de Vereniging

Melinda Rook MSc RBA MBA, voorzitter  
Jeroen Bos CAIA, CFA, vicevoorzitter  
Cees Harm van den Berg CFA, penningmeester  
Drs. Gerben Jorritsma RBA  
Dr. Ivo Kuiper CFA  
Alex Morozov CFA  
Ir. Anisa Salomons  
Vincent Stap CFA

### Klachtencommissie

Mr. Peter Wortel, voorzitter

### Financiële commissie

Drs. Niels Oostenbrug RBA, voorzitter

### Programmacommissie

Drs. Okko Rabeling RBA, voorzitter

### Commissie Asset & Liability Management

Drs. Eric Mathijssen, voorzitter

### Commissie Risk Management

Dr. Bob Out, voorzitter

### Commissie Verantwoord Beleggen

Drs. Robert Klijn RBA, voorzitter

### Commissie Private Equity

Drs. Lodewijk van Pol, voorzitter

### Commissie Tactische Asset Allocatie

Eelco Ubbels RBA, voorzitter

### Commissie Vastgoed

Ruben van der Lecq BBA, voorzitter

### Commissie Private Banking

Mr. Hans Volberda MM, voorzitter

### Commissie Technische Analyse

Juus de Kempnaer, voorzitter

### Commissie Investment Performance

#### Measurement

Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI, voorzitter

### Commissie Behavioral Economics

Drs. Erik Aalbers RBA, voorzitter

### Commissie Ethiek en Integriteit

Mr.drs. Vandana Doekhie, voorzitter

### Commissie Actief Beheer

Koen Ronda CFA, voorzitter

### Candidates and Students Committee

Raphie Hayat CFA, voorzitter

### Career Development Committee

Yiyi Huang CFA, voorzitter

### Education Committee

Rani Piputri CFA CAIA, voorzitter

### CFA Institute Research Challenge

Alex Morozov CFA, voorzitter

### European Quant Awards

Bob Jansen CFA, voorzitter

### Women in Investment Management

Sylvia van de Kamp RBA, voorzitter

### Advocacy Committee

Gerben Jorritsma RBA

### CFA Society VBA Netherlands

#### vertegenwoordiging in

#### Regional Investment Performance

#### Subcommissie EMEA

Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI

#### CFA Society VBA Netherlands

#### vertegenwoordiging in

#### Global Investment Performance Standards

#### Council

Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI

#### Dutch Commission on Bonds (DCB) en

#### European Bond Commission (EBC)

Drs. Rolf Vesters RBA, voorzitter

### CFA Society VBA Netherlands

#### vertegenwoordiging in de Raad voor de

#### Jaarverslaggeving

Drs. Hikmet Sevdican RBA

#### Seniorenconvent

Jacques van den Berg RBA, voorzitter

#### Commissie ter beheer van VBA reserves

Jens van Egmond MSc RMFI CFA, voorzitter

Bovenstaande personen zijn bereikbaar via het bureau van CFA Society VBA Netherlands.

Telefoon: 020 - 299 6590

## COLOFON

### VBA Journaal

is een uitgave van CFA Society VBA Netherlands.  
Het VBA Journaal verschijnt vier keer per jaar.

### Hoofdredacteur

Dr.ir. Gerben de Zwart CFA

### Adjunct Hoofdredacteur

Vacature

### Redactie

Drs.dr.ir. David van Bragt RBA

Drs. Mark Geene RBA RMFI

Dr. Dirk Gerritsen

Dr. Jan Jaap Hazenberg RBA

Dr. Roy Hoevenaars

Mr.drs. Manon Hosemann

Ronald Kok MSc RBA

Frederik Mannaerts CFA

Sander Nooij CFA

Drs. Michel Wetser RBA

### Auteursinstructie

zie: [www.cfavba.nl](http://www.cfavba.nl)

### Fotografie en illustraties

Cor Salverius fotografie

Max Kisman

### Redactieadres & opgave advertenties

CFA Society VBA Netherlands –

Irma Willemsen

telefoon: 020 - 299 6590

e-mail: [irma.willemsen@cfavba.nl](mailto:irma.willemsen@cfavba.nl)

### Abonnementen

CFA Society VBA Netherlands

Professor J.H. Bavincklaan 7

1183 AT Amstelveen

telefoon: 020 - 299 6590

e-mail: [irma.willemsen@cfavba.nl](mailto:irma.willemsen@cfavba.nl)

Abonnementenprijs 2021:

€ 53 inclusief btw en verzendkosten

### Opmaak en realisatie



az grafisch serviceburo bv,  
Den Haag. [www.az-gsb.nl](http://www.az-gsb.nl)

### Cover ontwerp

Max Kisman

De in het VBA Journaal geplaatste artikelen geven de mening weer van de auteurs en niet noodzakelijk de mening van de redactie.

Het VBA Journaal noch de auteurs beogen met de geplaatste artikelen beleggingsaanbevelingen te doen. De inhoud van de artikelen dienen dan ook uitdrukkelijk niet als zodanig te worden opgevat. Eventuele verwijzingen in de geplaatste artikelen naar specifieke financiële instrumenten strekken slechts ter illustratie dan wel onderbouwen enkel de beschrijving van feiten.

### ISSN-nummer

0920-2269

Copyright © 2021

CFA Society VBA Netherlands

