

Rapport over de Evaluatie van de
Wet toezicht financiële verslaggeving

Universiteit van Tilburg – Departement Accountancy

Jan Bouwens - Edith Leung - Arnt Verriest

25 februari 2011

I. Synopsis of the research - Synopsis van het onderzoek	3
II. Inhoud van het onderzoek	19
1. Inleiding	19
2. Juridische inbedding van de Wtfv en van de wettelijke bevoegdheden van de AFM	23
3. Kwantitatieve en kwalitatieve analyse van de kwaliteit van financiële verslaggeving, van de Wtfv en van het door de AFM uitgevoerde financieel toezicht	28
3.1 Wat verstaan we onder kwaliteit van verslaggeving?	28
3.2 Kwantitatieve en technische analyse van kwaliteit van verslaggeving	32
3.2.1 Overzicht en beknopte analyse	32
3.2.2 Marktreacties rond aanbevelingen van de AFM	36
3.3 Kwalitatieve analyse van kwaliteit van verslaggeving	39
3.3.1 Afgenomen interviews en representativiteit	39
3.3.2 Analyse op basis van interviews met deskundigen	44
3.3.3 Analyse op basis van elektronische vragenlijsten	57
4. Kwalitatieve evaluatie van de kwaliteit van financiële verslaggeving, van de Wtfv en van het door de AFM uitgevoerde toezicht op de financiële verslaggeving	62
4.1 Evaluatie op basis van interviews	62
4.1.1 Suggesties ter verbetering van verslaggevingregels	62
4.1.2 Suggesties ter verbetering van de Wtfv	65
4.1.3 Suggesties ter verbetering van de werkwijze van de AFM	68
4.1.4 Verhouding met andere Europese toezichthouders	85
4.2 Evaluatie op basis van elektronische vragenlijsten	89
5. Detailanalyse van de zaak Spyker	94
6. Suggesties ter verbetering van de Wtfv en van het door de AFM uitgeoefende toezicht	99
6.1 Voorgestelde wijzigingen in de bevoegdheden van de AFM	99
6.2 Voorgestelde wijzigingen in het door de AFM uitgevoerde toezicht	109
6.2.1 Wijze waarop de AFM toezicht houdt	110
6.2.2 Wijze waarop de AFM rapporteert	117
6.2.3 Wijze waarop de AFM risico's analyseert	120
6.2.4 Suggesties voor verder onderzoek voor de AFM	125
6.3 Pre-clearance	126
7. Referentielijst	128
III. Appendices bij het onderzoek	

I. Synopsis of the Research

On 31 December 2006 the Supervision of Financial Reporting Act [Wet toezicht financiële verslaggeving] (Wtfov) came into effect.

The purpose of this legislation is to encourage firms to issue financial reports that comply with International Financial Reporting Standards (IFRS). The Act endows the Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM) with the right to enforce compliance with financial reporting standards (i.e., IFRS).

In order to encourage firms to comply AFM may issue an *announcement* or *recommendation*. An *announcement* consigns the firm to adapt the required reporting treatment over the next reporting period. A *recommendation* entails that the firm publicly reports their deviation from IFRS over the previous reporting period and that it adapts its future accounting practice accordingly. In effect the recommendation entails a financial restatement. After the firm adjusts its report, AFM may conclude that the firm still falls short in meeting IFRS standards. The AFM may then decide to enforce compliance in court. They can do so by bringing their case to the Enterprise Section of the Court of Appeal (the Ondernemingskamer or OK). The decision the court makes would either involve providing the firm indications for their financial reporting in the future or nullification of the financial report altogether. In case AFM judges that a reporting issue involves a serious or urgent threat to investors, they may decide to bring the case to court immediately, i.e., without a firm's adjustment following an *announcement*.

AFM has 6 months to establish their case. If AFM exceeds the 6 months term, they forego their legal title to bring their case to court. However, they may still issue an *announcement* or *recommendation*. In order to establish their case AFM sends out a letter that contains a description of the alleged deviation(s) from IFRS. The firm typically has 10 days to reply to this letter. Based on the firm's reply AFM decides whether or not to require the firm to adapt its reporting treatment. To the extent that it is unclear to AFM

whether or not the firm complies with IFRS and the firm's reply does not offer a clear answer that allows AFM to reach such a conclusion, AFM may force the firm to provide this clear answer via court (the OK).

The evaluation that we conduct focuses on two types of advice: amendments to the current Act or policy changes AFM can consider improving the effectiveness of the current legislation. Before elaborating on these recommendations we first discuss our main conclusions.

- I. From the technical earnings quality analysis and the survey and interview analysis conducted in this study we can conclude that reporting quality in the Netherlands is of a high level. Over the last two decades earnings quality measures indicate substantial improvements in the Netherlands in terms of accrual quality, earnings smoothing and earnings predictability. Improvements in value relevance are more modest but still noticeable. We also ascertain a catching-up movement from the Netherlands towards common law countries as the US and the UK that typically convey the highest reporting quality. The market responses to issued recommendations and the interviews we held among stakeholders suggest that AFM recommendations do affect reporting choices. That is, the supervisory activities of AFM do affect reporting quality. We substantiate this conclusion with the market responses we measure after AFM issues a *recommendation* and with the fact that stakeholders almost unanimously stated that reporting quality has improved since AFM started to actively enforce IFRS compliance. We therefore conclude that the *Supervision of Financial Reporting Act* achieves its objective in that reporting quality has been improving with the work of AFM.
- II. We recommend an extension of the legal period for AFM to establish a case against a firm in court. We believe it is conducive to follow the request of AFM and extend this term to 9 months. This will require an amendment to the current Act.
- III. We recommend AFM to revise and reconsider their communication style when approaching the firm. At the moment AFM takes a very formal position

with any enquiry they have. The letters AFM writes often appear as accusations to its receivers. AFM believes that they have no other choice than to employ this formal avenue to assure that firms respond to their request to provide information. They claim the *Supervision of Financial Reporting Act* induces them to do so. However, we observe that firms are sufficiently incentivized to provide AFM with answers, and that these answers can often be obtained more efficiently via informal means (telephone and email) than via formal letters.

Because AFM resides to their formal right in their approach they may miss out on information that would be provided without hesitation with an informal enquiry. A change in their communication style has the potential to improve supervision in two ways: in swiftness and in relevance.

We continue with 5 specific recommendations.

1. Entitlements AFM.

AFM has expressed that they wish to extend their decision rights on three dimensions.

- a) *Increase their enquiry rights.* AFM believes that it would be conducive if they could base their authority on administrative law rather than on civil law. The idea is that this would provide AFM with more legal authority when approaching firms. In effect this would entail that the current supervision law moves from the civil law environment to the public domain.
- b) *Remove “Chinese Walls.”* AFM also wishes that the “Chinese walls” between the different supervision departments are removed. Their plea extends both to departments within AFM such as the supervision on accountants as well as to other institutions with a legal supervisory status such as the Dutch national bank.
- c) *Extend investigation period.* AFM recommends an extension of the period available to establish a case against a firm from 6 to 9 months.

With regard to request a) we note that current legislation does already provide AFM with ample possibilities to ensure that firms provide the required information (in casu art. 2:452 BW). In addition, to change the legal area from civil law into administrative law is likely to entail uncertainty since financial reporting legislation in general is laid down in civil law. Contradictory verdicts could therefore surface if this AFM recommendation is carried through.

With regard to b) removing the “Chinese walls” between the different supervision areas we advise that they are retained. To achieve a similar effect the institutions involved may consider using the public announcements more extensively.

With regard to c) we agree with AFM that it would be conducive to extend their research period from 6 to 9 months (c). We argue in our report that this extension would facilitate AFM to make announcements in a timely manner because maintaining the 6 months term would too often lead them to postpone making an announcement for another year.

2. Court cases.

AFM seems to be reluctant to take cases to court since they lost the major case on Spyker. We believe that they should not be reluctant to do so.

3. Enquiries.

We recommend that AFM adapts and redirects its enquiries in three ways.

- a) Since many boards are composed of international directors, AFM may consider writing its letters in English. This would decrease the noise brought about by a double translation. In addition AFM would exhibit a more professional impression which in turn enhances their authority.
- b) In addition we would recommend that AFM allows firms to respond to their letters in 20 days rather than in 10 days. We believe that the quality of the responses would be enhanced with this extension. In most cases 10 days is too short to collect all necessary data to provide AFM with an adequate answer.

4. Form of enquiry.

We also recommend AFM to adapt and refocus its form of enquiry. AFM strikes a very formal, stern and, in some occasions, even acrimonious tone when they approach firms in their letters. This formal approach leads firm managers to believe they are accused of a criminal offense. While this is by no means the intention of AFM, it is the impression managers and executives are left with after they have finished reading the letters AFM sends them.

We argue that it is often unnecessary and even inefficient to strike this tone. This is true as their enquiry does not always require AFM to write a formal letter to the firm. A simple phone call or email may take away AFM's doubt. Of course, AFM must base its doubt on their formal charter. However, it is far from clear whether such a formal letter is the most efficient way to acquire the information or achieve the reporting change AFM seeks. Indeed firms have no incentive whatsoever to keep AFM uninformed. AFM is more powerful than it appears to believe, since it is to firms' disadvantage if they are forced to make a public announcement. The latter provides firms an important incentive to always adhere to any request AFM issues. Lastly, in writing their letters AFM may attempt to avoid a tone that establishes the impression that managers have committed a criminal offense.

5. Risk factors.

It appears that AFM only partially invokes the risk factors that are identified in empirical work when deciding which companies are subject to a detailed desktop review (e.g., sales growth versus accounts receivables growth). Specifically we encourage AFM to identify abnormal accruals and factors that point to potential liquidity and solvency issues.

I. Synopsis van het Onderzoek

Dit rapport bespreekt de bevindingen die voortvloeien uit de evaluatie van de Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtfv) en het door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) uitgeoefende toezicht. In dit hoofdstuk worden de belangrijkste bevindingen van het onderzoek weergegeven. De opdrachtgever (het Ministerie van Financiën in samenwerking met het Ministerie van Justitie) formuleerde drie hoofdvragen met daarbij telkens een aantal subvragen. In deze sectie van het rapport geven we een antwoord op elk van deze hoofd- en bijbehorende subvragen. De eerste twee hoofdvragen beantwoorden we samen:

Hoofdvraag 1) Heeft de Wtfv een bijdrage geleverd aan de kwaliteit van de financiële verslaggeving van effectenuitgevende instellingen?

En

Hoofdvraag 2) Heeft het door de AFM uitgeoefende toezicht een bijdrage geleverd aan de naleving van de voor effectenuitgevende instellingen geldende verslaggevingvoorschriften?

Het antwoord op beide vragen luidt volmondig ja. Wij kunnen deze uitspraak onderbouwen vanuit drie bronnen van bewijs. Het onderzoek naar de meningen van belanghebbenden en deskundigen (uitgevoerd aan de hand van interviews en elektronische vragenlijsten) en naar de marktreacties rond aanbevelingen, alsook de technische analyse van kwaliteit van verslaggeving wijst erop dat de Wtfv en het toezicht uitgeoefend door de AFM een positieve impact hebben gehad op de kwaliteit van de verslaggeving.

Uit de interviews en vragenlijsten blijkt dat het merendeel van de respondenten vindt dat er in voldoende mate voldaan is aan alle relevante kenmerken van kwaliteit. Een derde van de deskundigen vindt zelfs dat er in heel hoge mate aan voldaan is. Slechts een kleine minderheid vindt dat hier in onvoldoende mate aan voldaan is. In overeenstemming hiermee is onze bevinding dat het merendeel van de respondenten vindt dat Nederlandse ondernemingen in voldoende mate de geldende verslaggevingvoorschriften naleven. Het verscherpte toezicht van de AFM sinds 2007 is hierbij van belang. Omdat men zich ervan bewust is dat de AFM controle uitoefent, ervaren zowel ondernemingen als accountants prikkels om IFRS beter toe te passen, wat de kwaliteit van verslaggeving ten goede komt. Belangrijk is hierbij ook aan te stippen dat accountants opgetogen zijn met het toezicht van de AFM.

We kunnen deze conclusie verder onderbouwen door te wijzen op de significante koersreacties op aanbevelingen die de AFM uitgaat. Uit het technische onderzoek naar kwaliteit blijkt verder dat de invoering van de Wtfv en het toezicht van de AFM een positief effect hebben op verschillende facetten van de kwaliteit van verslaggeving. Sinds de invoering van de Wtfv wordt er minder aan winstmanipulatie gedaan en zijn financieel analisten beter in staat financiële informatie van Nederlandse bedrijven te verwerken. Beide vastgestelde feiten wijzen op een betere kwaliteit van verslaggeving. We stellen ook vast dat de kwaliteit van verslaggeving tijdens de laatste twintig jaar sterker is toegenomen in Nederland dan in andere landen.

Bijgevolg komen we tot de volgende twee hoofdconclusies: ten eerste blijkt dat de Wtfv een positieve bijdrage heeft geleverd aan de kwaliteit van verslaggeving en ten tweede dat het door de AFM uitgeoefende toezicht dat hiermee gepaard ging ondernemingen disciplineert IFRS correct toe te passen wat een gunstige uitwerking heeft op de kwaliteit van verslaggeving in Nederland.

Wat moet in het licht van het doel van de Wtfv worden verstaan onder de kwaliteit van de financiële verslaggeving?

Uit het onderzoek blijkt dat nagenoeg alle deskundigen het verstrekken van waarderelevante informatie als het belangrijkste kenmerk van verslaggeving beschouwen. Naast dit kenmerk vinden onze respondenten ook dat financiële informatie in de jaarrekening vergelijkbaar moet zijn met die van andere ondernemingen. Daarnaast moet de informatie ook objectief zijn en tijdig worden verstrekt. De verhoogde mate van vergelijkbaarheid, voornamelijk tussen ondernemingen van verschillende landen, wordt gezien als de belangrijkste bijdrage van IFRS aan kwaliteit. Het verstrekken van controleerbare informatie en informatie met sterke voorspellende waarde beschouwen deskundigen als minder belangrijk. De toepassing van het voorzichtigheidsprincipe wordt ook als irrelevant beschouwd. De resultaten worden getoond in tabel 3.1 van dit rapport.

Hoofdvraag 3) In hoeverre heeft het door de AFM uitgeoefende toezicht op een doeltreffende en doelmatige wijze plaatsgevonden?

Uit ons onderzoek blijkt dat het toezicht uitgeoefend door de AFM significant meer positieve dan negatieve effecten heeft gehad. Hoewel het moeilijk is een exact oordeel te vellen over de mate waarin de kosten van toezicht opwegen tegen de baten, stellen we vast dat de balans in het voordeel is van een verhoogde mate van toezicht. Frauduleuze rapportering brengt hoge maatschappelijke kosten met zich mee. De baten van het voorkomen van dergelijke praktijken, bijvoorbeeld door een verhoogde mate van toezicht, zijn onmogelijk precies te kwantificeren maar zijn in ieder geval substantieel. Duidelijk is dat voorkomen beter is dan genezen.

Diverse wetenschappelijke studies wijzen overigens op de essentiële rol van een efficiënte toezichthouder om verslaggevingsregels afdwingbaar te maken¹. De belangrijkste conclusie van deze studies is dat hoogwaardige verslaggevingstandaarden zoals IFRS slechts tot een significante stijging in de kwaliteit van verslaggeving leiden

¹ Enkele van de meest belangrijke studies hierbij zijn Leuz, Nanda and Wysocki (2003), Daske, Hail, Leuz and Verdi (2008); Leuz (2010) en Li (2010).

wanneer deze regels voldoende afdwingbaar zijn. Om dit te kunnen realiseren, is een effectieve en voldoende machtige toezichthouder van cruciaal belang.

Het staat met andere woorden vast dat de AFM als toezichthouder op verslaggeving een zeer nuttige rol vervult. Toch zijn bepaalde zaken en praktijken aangaande dat toezicht voor verbetering vatbaar. Bepaalde elementen van het handhavingsbeleid van de AFM kunnen de doeltreffendheid van het toezicht op de financiële verslaggeving vergroten. Deze aanbevelingen hebben hoofdzakelijk betrekking op het beleid van de toezichthouder en kunnen naar onze overtuiging effectief worden ingevoerd zonder wetswijziging. We reiken een aantal van deze suggesties en aanbevelingen aan in het antwoord op de volgende specifieke subvragen van de opdrachtgever. Vervolgens gaan we in op een aantal veranderingen en overige aanbevelingen die de doeltreffendheid en doelmatigheid van het door de AFM uitgeoefende toezicht kunnen vergroten.

In hoeverre kan de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het door de AFM uitgeoefende toezicht worden vergroot indien de AFM:

1) in het kader van het inlichtingenverzoek informatie en documenten mag opvragen niet alleen bij twijfel, specifieke informatie mag opvragen, en informatie mag opvragen bij de externe accountant?

Deze subvraag bevat drie onderdelen. Ten eerst blijkt dat nagenoeg alle deskundigen en belanghebbenden (waaronder ook de gebruikers van financiële informatie) het er over eens zijn dat er altijd een reden dient te zijn waarom de AFM informatie opvraagt bij een individuele onderneming. Zogenaamde ‘fishing expeditions’ zijn ontoelaatbaar. Het risico dat op dergelijke wijze verkregen informatie verkeerd wordt geïnterpreteerd is te groot.

Ten tweede wordt de mogelijkheid om ongeremd informatie te kunnen opvragen bij de externe accountant door een significante meerderheid van de deskundigen afgewezen. De kans dat bepaalde zaken uit hun context worden getrokken is hierbij opnieuw aanzienlijk. Een dergelijke regeling zou ook tot gevolg kunnen

hebben dat de accountant anders te werk gaat en bijvoorbeeld bepaalde zaken niet meer bijhoudt op papier. Ons onderzoek toont aan dat dit in Duitsland het geval is.² Dergelijke neveneffecten kunnen de kwaliteit van verslaggeving onbedoeld doen verminderen.

Ten derde ziet het merendeel van de deskundigen alsook de auteurs van dit rapport geen reden om de AFM de bevoegdheid te geven om specifieke documenten bij ondernemingen op te kunnen vragen. De kern bestaat eruit dat twijfel van de toezichthouder wordt weggenomen en niet dat specifieke documenten kunnen worden opgevraagd. Mogelijk nemen de kosten van voorbereiding, aanlevering en controle van informatie toe wanneer ondernemingen elk door de AFM gewenst document moeten leveren. Wellicht is de onderneming zelf beter in staat te bepalen op welke wijze de bij de AFM gerezen twijfel het beste kan worden weggenomen. De AFM beslist dan of dat daadwerkelijk het geval is of niet.

2) bij de Ondernemingskamer een verzoek tot naleving van een aanbeveling mag indienen:

Alle argumenten bij elkaar beschouwd, komen wij tot de conclusie dat een wetwijziging waarbij de AFM de expliciete bevoegdheid krijgt om via de Ondernemingskamer aanbevelingen afdwingbaar te maken wenselijk is. Daarbij veronderstellen we wel dat de Ondernemingskamer in het geval van een dergelijk verzoek van de AFM zelf beoordeelt of de verslaggeving niet aan de voorschriften voldoet. Met dergelijke wijziging verdwijnt een ambiguïteit in de huidige wetgeving. Bovendien kan een dergelijke aanpassing gebeuren door middel van een beperkte wijziging van Boek 2 BW.

² Ernstberger, J., J.M. Hitz and M. Stich (2010). Enforcement of Accounting Standards in Europe: Capital Market Based Evidence for Two-tier Mechanism in Germany, working paper.

3) informatie mag gebruiken afkomstig van andere toezichtafdelingen binnen de AFM; informatie mag verstrekken aan andere toezichtafdelingen binnen de AFM; en eventueel informatie mag gebruiken van andere toezichthouders:

De AFM vraagt specifiek om de afbraak van de Chinese walls tussen toezichtafdelingen, zowel binnen de AFM als tussen de AFM en andere toezichthouders. Hoewel deze wens op zich te begrijpen is, adviseren wij om de Chinese walls tussen de Wtftv en andere handhavingwetten overeind te houden. Wij baseren ons hierbij in belangrijke mate op de expertise van meerdere juridische experts. Meer uitleg hierover staat op p. 106 en 107 van dit rapport.

Belangrijk is in te zien dat het hierbij geen fout of gebrekkigheid in de huidige regelgeving betreft. Er werd destijds heel bewust gekozen voor het instellen van Chinese walls tussen toezichtafdelingen. Het beoogde effect dat de AFM wil bereiken met het slechten van de Chinese walls kan op alternatieve wijze worden bereikt door de resultaten van onderzoek voortkomende uit het werk van de AFM openbaar te maken.

Welke veranderingen kunnen de doeltreffendheid en de doelmatigheid van het door de AFM uitgeoefende toezicht vergroten?

Op basis van het verzamelde bewijs stellen we dat er geen grote aanpassingen in de wet nodig zijn. Twee concrete wijzigingen zijn wenselijk. Ten eerste stellen we voor de wettelijke termijn waarbinnen de AFM als toezichthouder actie kan ondernemen en zaken aanspannen bij de Ondernemingskamer te verlengen van 6 naar 9 maanden. De belangrijkste reden voor deze voorgestelde aanpassing is dat daarmee op een tijdige manier een aanpassing kan worden voorgesteld naar de kapitaalmarkten toe. Marktwerking wordt hiermee bevorderd. Ten tweede stellen we voor om, zoals hierboven ook al aangegeven, de AFM de expliciete bevoegdheid te geven om aanbevelingen bij de Ondernemingskamer afdwingbaar te maken. Uit het onderzoek blijkt dat dergelijke aanpassing van de wet mogelijk is via een relatief beperkte wijziging van Boek 2 BW.

Deze wetswijziging maakt de wettelijke bevoegdheden van de AFM transparanter. Voor het overige achten wij geen wetswijzigingen noodzakelijk.

Bij vele deskundigen heerst de indruk dat de AFM op dit moment over voldoende bevoegdheden beschikt om op een doeltreffende en efficiënte manier aan toezicht te doen. Zo is de AFM de enige instantie in Nederland die bevoegd is om extra informatie en nadere toelichting te vragen bij ondernemingen. Daarbij kan de AFM deze informatieoverdracht afdwingen bij de Ondernemingskamer op basis van art. 2:452 BW. Wanneer nodig kan de AFM de vernietiging van de jaarrekening vragen. De AFM kan op basis van de openbare informatie die beschikbaar is heel ver komen; dat heeft ze tot nu toe ruimschoots bewezen.

Wat betreft de suggestie om voor het opvragen van informatie aan ondernemingen aan de AFM bestuursrechtelijke bevoegdheden te verschaffen is het belangrijk op te merken dat het onlogisch zou zijn om de Wtfdv volledig buiten het privaatrecht te brengen omdat hiermee het risico optreedt dat rechters uit verschillende rechtssystemen elkaar tegenspreken. Dit brengt onzekerheid met zich mee en is niet wenselijk voor ondernemingen én beleggers.

Ons onderzoek wijst er daarnaast op dat in een situatie waarbij een toezichthouder bestuursrechterlijke bevoegdheden heeft een gevaar schuilt dat deze toezichthouder *de facto* de verslaggevingsregels opstelt. Op die manier is er geen derde instantie meer zoals de Ondernemingskamer die een blik op het gebeuren kan werpen. Deze ongewenste praktijken kunnen moeilijker vermeden worden wanneer de toezichthouder ongelimiteerde bevoegdheden krijgt (cfr. de situatie in Duitsland). Bovendien is het zo dat het verstrekken van bestuursrechterlijke bevoegdheden aan de AFM *binnen* het huidige model op indirecte wijze ook zou leiden tot een verschuiving van de rol van de toezichthouder naar een regelgevende instantie. Sectie 2 en Sectie 6 van dit rapport geven hierover meer uitleg.

Uit ons onderzoek blijkt overigens dat, ten aanzien van de wens om op effectievere wijze informatie op te kunnen vragen bij ondernemingen, de AFM art. 2:452 BW in onvoldoende mate toepast. Een van de oorzaken hiervan is wellicht de tijd en middelen

die dergelijke juridische procedures met zich meebrengen. Dit vormt echter geen reden om deze rechtsregel nooit te hanteren, temeer omdat de AFM haar beklag doet over te weinig bevoegdheden te beschikken op dit moment. Wij adviseren de AFM dan ook om deze rechtsgang frequenter toe te passen in de toekomst. Art. 2:452 BW voorziet in een wettelijke bevoegdheid waarover de AFM beschikt en dient voornamelijk als “stok achter de deur” te worden beschouwd waarvan de AFM gebruik kan maken wanneer een onderneming niet of onvoldoende meewerkt.

Wat de uitoefening van het toezicht betreft raden we de AFM aan om op een meer informele manier aan toezicht te doen en een minder strenge toon te gebruiken in het communiceren met bedrijven onder toezicht. Dit is niet altijd vanzelfsprekend aangezien de AFM zich dient te beroepen op publiekelijk beschikbare informatie. Nochtans zijn nagenoeg alle belanghebbenden ervan overtuigd dat de AFM effectiever toezicht kan uitoefenen indien de manier van communicatie anders verloopt. Uit ons onderzoek blijkt een significante meerderheid van deskundigen (zowel juridische experts als gebruikers, controllers, preparers van financiële informatie) er van overtuigd te zijn dat de AFM doeltreffender, meer en sneller informatie zal kunnen verkrijgen van ondernemingen wanneer ze deze direct benadert en bij wijze van spreken gewoon even opbelt. Ondernemingen op informele manier aanspreken over bepaalde onderwerpen in de jaarrekening zou een significante verbetering in de kwaliteit van het toezicht op de financiële verslaggeving inhouden in Nederland. Ondanks het feit dat er op dit vlak de voorbije jaren een verbetering is vastgesteld, kan het toezicht nog een heel stuk informeler. Dit laat onverlet dat de AFM dezelfde kritische houding kan en moet blijven houden in het uitvoeren van haar controles.

Tot slot stellen we vast dat de AFM terughoudend is geworden om zaken naar de Ondernemingskamer te brengen. Dit is onterecht. Het verlies van een enkele zaak (de Spyker-zaak) kan onmogelijk een voldoende argument vormen om geen zaken meer aan te spannen bij de Ondernemingskamer. Wij stellen voor om niet terughoudend te zijn om een onderneming voor de Ondernemingskamer te dagen wanneer de AFM voldoende redenen heeft om te vermoeden dat er materiële tekortkomingen aanwezig zijn in de jaarrekening. Overigens merken we op dat de reputatie van de toezichthouder mogelijk in

het gedrang komt wanneer na een niet-geslaagde poging geen procedure meer wordt gevoerd en wanneer bepaalde bevoegdheden (zoals de inlichtingenbevoegdheid onder art. 2:452 BW) niet gebruikt worden.

Sectie 2 en Sectie 6 van dit rapport geven meer gedetailleerde informatie over de hierboven beschreven conclusies en aanbevelingen.

Overige aanbevelingen

Onze overige aanbevelingen hebben betrekking op de manier van toelichting en informatie vragen door de AFM, de inhoud van de toelichtingvragen, de kwaliteit van de activiteitenrapportering van de AFM en het door hen gehanteerde risicomodel. Deze worden hieronder kort weergegeven; in Sectie 6 van dit rapport wordt dieper ingegaan op de concrete aanbevelingen en suggesties voortkomend uit het onderzoek.

1. De manier van toelichting en informatie vragen

Wij raden de AFM aan om hun manier van toelichting vragen op deze drie specifieke en concrete punten aan te passen:

a. De AFM zou vragen naar toelichting in het Engels moeten stellen, wanneer zij weet heeft dat de onderneming in kwestie de vragen toch eerst moet laten vertalen alvorens ze te beantwoorden. Zo wordt er tijd gewonnen en komt de toezichthouder professioneler over. De AFM heeft er zelf enkel baat bij omdat hiermee wordt voorkomen dat er een verkeerde communicatie optreedt door mogelijke fouten in de vertaling van de vragen door de onderneming.

b. Daarnaast zou een verlenging van de standaard termijn van 10 naar 20 dagen ons een verbetering lijken. Ondernemingen hebben voldoende tijd nodig om op de vragen een bevredigend antwoord te kunnen geven. Opnieuw leidt dit tot meer efficiëntie.

c. Zoals eerder in deze conclusie aangegeven, raden we de AFM sterk aan om op informelere wijze aan toezicht te doen.

2. De inhoud van de toelichtingvragen

Hoewel wij de AFM adviseren om zich te richten op materiële tekortkomingen zouden wij ervoor pleiten dat de AFM materialiteit niet als leidend motief (en in geen geval als enig motief) aanmerkt binnen het handhavingsbeleid, anders dan vele belanghebbenden aanraden. Door geen onderscheid te maken naar materialiteit kan worden gerealiseerd dat bedrijven en hun accountants zich altijd bewust zijn van het belang van onverkorte toepassing van IFRS. Het door de AFM uitgevoerde toezicht op de financiële verslaggeving heeft op deze manier een disciplinerende werking. Dit is de hoofdtaak van de toezichthouder.

3. De rapportage van de activiteiten van de AFM

Wij menen dat de rapportagekwaliteit van de activiteiten van de AFM kan verbeteren. In sectie 6 (6.2.2) doen we hiertoe concrete voorstellen. De huidige manier van rapportering zou naar de samenleving de indruk kunnen wekken dat Nederland er slecht voor staat op het gebied van compliance met de IFRS regels. Onze bevindingen en die van de AFM wijzen op het tegendeel. Door het aantal onderzoeken van de AFM in relatie te stellen tot het aantal mededelingen en aanbevelingen leiden wij af dat de Nederlandse rapportage op een hoog niveau staat.

4. Welke risico-indicatoren dient de AFM te hanteren?

Uit ons onderzoek komt naar voren dat het risicomodel van de AFM niet volledig overeenstemt met wat vanuit accountancy perspectief te verwachten zou zijn en empirisch wetenschappelijk werk zou suggereren. Ten eerste zou het risicoanalysemodel dat de AFM hanteert zich moeten toespitsen op de huidige jaarrekening. De AFM baseert momenteel haar risicoanalysemodel niet zozeer op financiële verslaggeving van het huidige jaar, maar op die van het voorgaande jaar. Ten tweede stellen we concreet voor om het risicomodel aan te vullen met analyses die vreemde of abnormale patronen in accruals in kaart brengen. Dit kan namelijk wijzen op winstmanipulatie of het op agressieve wijze boeken van

verkopen. Daarnaast kan het risicomodel vervolledigd worden met analyses die rekening houden met significante veranderingen in liquiditeit, solvabiliteit en rendabiliteit van de onderneming. Deze cruciale elementen van financiële analyse zijn te weinig aanwezig in het op dit moment door de AFM gehanteerde risicomodel.

5. Themaonderzoeken van de AFM

Uit de reacties van de geïnterviewden blijkt dat er meer onderzoek gedaan kan worden naar de toegankelijkheid en leesbaarheid van jaarrekeningen. Dit voorstel wijkt enigszins af van themaonderzoeken die de AFM in de afgelopen jaren heeft uitgevoerd, welke zich meer richten op de correcte toepassing van bepaalde verslaggevingstandaarden.

II. Inhoud van het Onderzoek

1. Inleiding

Dit onderzoek evalueert het effect van de invoering van de Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtfv) op financiële verslaggeving en de werking van de Autoriteit Financiële Markten (AFM).

Specifiek formuleren we een antwoord op volgende drie vragen:

- 1) Heeft de Wtfv een bijdrage geleverd aan de kwaliteit van de financiële verslaggeving van effectenuitgevende instellingen?
- 2) In hoeverre heeft het door de AFM uitgeoefende toezicht een bijdrage geleverd aan de naleving door effectenuitgevende instellingen van voor hen geldende verslaggevingvoorschriften?
- 3) In hoeverre heeft het door de AFM uitgeoefende toezicht op een doeltreffende en doelmatige wijze plaatsgevonden?

Vanuit onze onderzoeksgroep in Tilburg passen wij drie complementaire onderzoeksmethoden toe die twee grote bronnen van bewijs opleveren om deze drie vragen te beantwoorden. Het eerste deel van het onderzoek omvat een inventarisatie van professionele opvattingen over de werking van de Wet toezicht financiële verslaggeving. Hierbij worden de regelgevers, de uitvoerders (bedrijven: Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen en Accountants), gebruikers en toezichthouders gevraagd hun mening te geven over de Wtfv en AFM. Deze informatie verzamelen we door middel van twee onderzoeksmethodes, namelijk interviews en vragenlijsten. Door stakeholders en deskundigen op deze wijze direct te benaderen kunnen wij een volledig en afgewogen beeld krijgen van de effecten van de Wtfv. Het stelt ons daarnaast in staat direct te vragen

naar knelpunten in de werking van de wet, wat hiervan volgens de respondenten de oorzaken zijn en te vragen naar eventuele oplossingen voor deze knelpunten.

Wij benadrukken dat onze groep geïnterviewde deskundigen **representatief** is voor de totale populatie aan deskundigen inzake financiële verslaggeving en het toezicht uitgeoefend door de AFM dat ermee gepaard gaat. Representativiteit is van cruciaal belang om de validiteit van het onderzoek te garanderen. In deze studie kunnen wij deze garanderen door volgende keuzes die zijn gemaakt bij de selectie van deskundigen en belanghebbenden en bij het opstellen van de vragen.

Ten eerste betrekken we alle relevante partijen bij het onderzoek: gebruikers van financiële informatie, preparers, accountants, accountantsorganisaties, managers, werkgeversorganisaties, betrokken juridische instanties, juridische experts, het adviescomité van CESR, een Duitse toezichtexpert en de AFM zelf. We bevragen in totaal deskundigen van 18 verschillende instanties, waaronder 3 organisaties die gebruikers van financiële informatie vertegenwoordigen. De gerapporteerde resultaten in dit onderzoek hebben uiteindelijk betrekking op 29 geïnterviewde deskundigen. Een mogelijk punt van kritiek bij dergelijke onderzoeken is dat een bepaalde groep deskundigen mogelijks over- of ondervetegenwoordigd is. Dit kunnen we weerleggen door aan te tonen dat de belangrijkste resultaten die zijn opgesomd in onze conclusie niet veranderen wanneer andere wegen worden toegepast.

Ten tweede hebben we voor instanties die niet rechtstreeks met het toezichtproces te maken hebben zoveel mogelijk getracht deze personen die over de meeste expertise en ervaring beschikken te interviewen. Dat was in enkele maar niet alle gevallen de hoogst geplaatste persoon binnen de organisatie. Voor instanties die wel rechtstreeks bij het toezichtproces van de AFM betrokken zijn, is telkens gekozen voor die persoon of voor die personen die het dichtst betrokken zijn bij het toezichtproces van de AFM. Bij de ondernemingen zelf is dit de CFO of de Chief Accountant. Bij de accountantskantoren zijn dit die accountants die van dichtbij ondernemingen bijstaan in het beantwoorden van vragen van de AFM.

De representativiteit van onze groep geïnterviewde deskundigen is dankzij deze onderzoekskeuzes gegarandeerd. Daarenboven hanteren wij in dit onderzoek betrouwbaarheidsintervallen om weer te geven in welke mate de meest relevante resultaten van dit onderzoek (o.a. over voorgestelde wetswijzigingen, wijzigingen in de bevoegdheden van de AFM en wijzigingen in de manier waarop de AFM toezicht houdt; zie sectie 4.1) generaliseerbaar en interpreteerbaar zijn. Sectie 3.3 bevat gedetailleerde informatie over de samenstelling en representativiteit van onze steekproef en over onze selectie van deskundigen.

Bij het afnemen van de elektronische enquêtes diversifiëren we onze doelgroep niet in dezelfde mate als bij de interviews omwille van de aard van de gestelde vragen. De vragen bij de enquêtes zijn namelijk veel technischer van aard (zie appendix) en dienen beantwoord te worden door ervaringsdeskundigen op het gebied van verslaggeving. Vandaar dat onze doelgroep voor dit gedeelte van het onderzoek bestond uit accountants die werkzaam zijn op de vaktechnische afdeling van hun werkgever.

In het tweede deel van het onderzoek toetsen wij of er in de praktijk aanknopingspunten zijn voor de verzamelde oordelen. Dit onderzoeken we op basis van een technische analyse van de kwaliteit van verslaggeving. Deze stap is belangrijk om de percepties en meningen die naar voren komen in de interviews en vragenlijsten met objectieve data te verifiëren. Voor dit deel van het onderzoek worden archiefdata gebruikt zoals vastgelegd in jaarrekeningen en archiefdata van de AFM.

Deze twee bronnen van bewijs leiden samen tot een aantal conclusies ten aanzien van de werking van Wtfv en van de wijze waarop de AFM toezicht houdt. Het is uitdrukkelijk de bedoeling dat de deskundigen en stakeholders hier hun voordeel mee kunnen doen. Op basis van de gevonden informatie en resultaten zullen ook aanpassingen in wet, in de uitvoering van de wet en/of het beleid voorgesteld kunnen worden.

Er is in de vakliteratuur veel geschreven over de achtergrond en werkzaamheden van de AFM. Naast beschrijvende artikelen van onder andere Delger en Koster (2006) en Dinant (2007) is er ook kritiek geuit op bepaalde aspecten van de Wtfv. Hoogendoorn (2006) schrijft bijvoorbeeld over de belemmering dat vragen en onduidelijkheden bij het

bestuderen van jaarverslagen niet zonder meer mogen leiden tot nader onderzoek door de AFM. Ook wordt het verbod op het delen van toezichtinformatie tussen verschillende organisatieonderdelen van de AFM gezien als een beperking van de doelmatigheid van de AFM (Dinant, 2009). In deze artikelen worden echter geen directe effecten van toezicht op de kwaliteit van rapportering geanalyseerd. De AFM zelf bericht daarnaast jaarlijks over haar toezichtactiviteiten in het zogenoemde activiteitenverslag. Zij brengt hierin verslag uit over onder andere of ondernemingen op tijd het jaarverslag deponeren, de uitkomsten van desktop-reviews van geselecteerde ondernemingen, evenals de stappen die ondernemingen nemen om eventuele tekortkomingen te herstellen. Het onderzoek dat wij hebben uitgevoerd onderscheidt zich hiervan door gebruik te maken van onderzoeksmethoden die de effecten van Wtfov en AFM toezicht systematisch, kwalitatief en kwantitatief documenteren.

De inhoud van ons rapport is als volgt opgedeeld. In sectie 2 geven we een korte uiteenzetting van de juridische achtergrond waartegen men de Wtfov dient te beschouwen. Sectie 3 behandelt de analyse van de kwaliteit van verslaggeving in Nederland, terwijl sectie 4 de kwaliteit van verslaggeving evalueert. De analyse gebeurt op kwantitatieve wijze, waarvan de details te vinden zijn in de appendix, en op kwalitatieve wijze door middel van interviews en elektronische enquêtes. Sectie 5 bevat een detailanalyse van de Spyker-zaak. Sectie 6 geeft een gedetailleerde uiteenzetting van onze specifieke suggesties en aanbevelingen aangaande de Wtfov, de bevoegdheden van de AFM en de wijze waarop de AFM toezicht houdt.

2. Juridische inbedding van de Wtfv en van de wettelijke bevoegdheden van de AFM

Op 31 december 2006 trad de Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtfv) in werking. Hierdoor ontstond vanaf 2007 in Nederland extra toezicht door de AFM op financiële verslaggeving van beursvennootschappen. Het op dat moment bestaande toezicht omvatte de (wettelijke) accountantscontrole van de financiële verslaggeving van rechtspersonen die onder Titel 9 van Boek 2 BW vallen en het toezicht door de organen van de vennootschap, alsook de mogelijkheden voor belanghebbenden en het Openbaar Ministerie (deze laatste slechts in het algemeen belang) om een procedure bij de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam (verder te noemen de OK) aanhangig te maken teneinde aanwijzingen te geven om een jaarrekening die niet voldoet aan de voorschriften van Titel 9 Boek 2 BW en/of aan de EU-verordening 1606/2002, te doen aanpassen. De AFM krijgt op grond van de Wtfv een aantal bevoegdheden om onder meer informatie op te vragen bij ondernemingen, aanbevelingen te doen, mededelingen door de betrokken vennootschappen te doen formuleren (aanbevelingsberichten) en mededeling te doen van het feit dat zij een geschil aanhangig maakt bij de OK. Zij is bevoegd om bij de OK een verzoekschrift tot wijziging van een jaarrekening in te dienen indien een vennootschap in onvoldoende mate tegemoet komt aan aanbevelingen van de AFM. Ook kan de AFM verzoeken de vennootschap te bevelen de gewenste inlichtingen te geven indien de vennootschap geen gehoor geeft aan verzoeken dienaangaande van de AFM.

De Wtfv is van toepassing op de financiële verslaggeving, de jaarrekening, het jaarverslag en overige gegevens van beursgenoteerde ondernemingen over boekjaren die op of na 1 januari 2006 zijn begonnen. Een onderneming wordt als beursgenoteerd beschouwd wanneer deze effecten (aandelen en /of schuldpapieren) heeft genoteerd op een gereguleerde beurs binnen een van de Europese lidstaten of effecten genoteerd heeft op een in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht genoemde buitenlandse beurs.

De AFM onderzoekt, volgens haar eigen activiteitenrapport, elk jaar een aantal ondernemingen op basis van risicoanalyses en stelt hierbij vast of de ondernemingen Titel 9 Boek 2 BW en/of de IAS-verordening in haar ogen juist hebben toegepast. Deze zogenaamde **desktop reviews** worden door de AFM uitgevoerd op basis van informatie die publiekelijk beschikbaar is. Indien de AFM een reden heeft om te twifelen aan het feit of de verslaggeving aan de voorschriften voldoet kan ze de onderneming om een **nadere toelichting** verzoeken omtrent de toepassing van de voorschriften. Met de nadere toelichting kan de onderneming de bij de AFM gerezen twijfel wegnemen. Indien de onderneming de nadere toelichtingen niet wenst te geven kan de AFM de OK verzoeken de onderneming hiertoe een bevel te geven. Aan het niet voldoen aan dit bevel kan de OK een dwangsom verbinden.

Wordt door de nadere toelichting de twijfel niet of in onvoldoende mate weg genomen dan kan de AFM aan de onderneming daarvan **mededeling** doen. Een mededeling is een verzoek om een verandering aan te brengen in de jaarrekening van volgend boekjaar. De AFM controleert daarna of er voldoende gevolg werd gegeven aan een dergelijke mededeling. De mededeling kan vergezeld zijn van een **aanbeveling** aan de onderneming waarin de AFM de onderneming verzoekt om een bericht openbaar te maken en bij de AFM te deponeren waarin de effectenuitgevende instelling:

- a. uitlegt op welke wijze de bedoelde voorschriften in de toekomst zullen worden toegepast en de gevolgen daarvan voor de financiële verslaggeving beschrijft; of
- b. uitlegt op welke onderdelen de financiële verslaggeving niet voldoet aan de in artikel 3 van de IAS-verordening of Titel 9 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek gestelde voorschriften en de gevolgen daarvan voor de financiële verslaggeving beschrijft.

Deze aanbeveling is echter niet vrijblijvend. Indien de onderneming de aanbeveling niet opvolgt of de AFM op grond van de nadere toelichting van oordeel is dat de jaarrekening onjuist is, kan zij namelijk een verzoekschrift indienen bij de OK tot het geven van een bevel de jaarrekening, het jaarverslag of de daaraan toe te voegen overige gegevens in te richten overeenkomstig door de OK aan te geven aanwijzingen. De OK kan, naast het

vernietigen van de volledige jaarrekening, een minder drastische maatregel nemen door ondernemingen te bevelen haar verslaggeving aan te passen op bepaalde punten.

Een **aanbeveling** komt er dus op neer dat de AFM de onderneming vraagt om een *openbare* mededeling te doen waarin de onderneming uitlegt op welke onderdelen haar jaarrekening niet voldoet aan de voorschriften en waarbij de onderneming de gevolgen hiervan op de balans en resultaat beschrijft. Een aanbeveling kan dus beschouwd worden als een vorm van een restatement. Niet helemaal duidelijk is hoe deze mededeling zich verhoudt tot de in art. 2: 362 lid 6 BW vereiste mededeling bij het Handelsregister in het geval de jaarrekening in ernstige mate tekort schiet in het geven van het vereiste inzicht.

Een belangrijk juridisch aspect dat voor ogen dient gehouden te worden in de Nederlandse context is het feit dat de Wtfv privaatrechtelijke bevoegdheden bevat. De voorschriften met betrekking tot de jaarrekeningverplichtingen bevinden zich in het Burgerlijk Wetboek. De procedure voor handhaving van deze voorschriften bevinden zich eveneens in het Burgerlijk Wetboek en zijn gericht op handhaving door belanghebbenden (dus civielrechtelijke handhaving), met dien verstande dat ook het Openbaar Ministerie (in de persoon van de Advocaat Generaal bij het gerechtshof te Amsterdam) in het algemeen belang een verzoekschrift bij de OK kan indienen. Daarnaast kunnen bepaalde schendingen door het OM ook via het strafrecht (Wetboek van Strafrecht en de Wet Economische Delicten) worden gehandhaafd (dus via het publieke recht).

Het toezicht door de AFM is vastgelegd in de Wet toezicht financiële verslaggeving. Hierin wordt, zoals bovenstaand weergegeven, een eigen stappenplan gecreëerd dat de AFM kan volgen bij het houden van toezicht op de financiële verslaggeving. Zoals hierboven uitgelegd, zijn deze stappen de volgende:

1. Toelichting vragen na een desktop review
2. Mededelingen geven
3. Aanbevelingen doen en openbare mededeling verzoeken
4. Verzoekschrift bij de Ondernemingskamer.

Er zijn drie redenen waarom de wetgever destijds voor deze regeling in de Wtfv heeft gekozen en er van heeft afgezien om de Wtfv (geheel) in het bestuursrecht onder te brengen:

1. Het voorkomt dat geschillen in twee rechtssystemen worden beslecht met mogelijk conflicterende uitkomsten over dezelfde jaarrekening. Wanneer een individuele belegger een klacht wenst in te dienen tegen een onderneming, dient hij dit te doen bij de burgerlijke rechter (Ondernemingskamer). De AFM zou dit dan moeten doen bij een bestuursrechter. Indien beide rechters anders zouden beslissen, creëert men onzekerheid wat ongewenst is.
2. Indien de AFM van oordeel is dat de jaarrekening van een bepaalde onderneming materieel onjuist is en zij legt, als bestuursorgaan, een boete en/of een dwangsom op, dan zal dit bij het bekend worden ongetwijfeld tot fors koersverlies leiden. Indien de (hoogste) bestuursrechter dan vervolgens, op beroep van de onderneming, beslist dat er geen sprake was van een materiële onjuistheid, is de schade reeds geleden. Individuele beleggers of de onderneming zouden hierop kunnen reageren met een procedure tegen de AFM voor schadevergoeding. De maatschappelijke kosten lopen hierbij ook nog eens hoog op.
3. Tot slot kan een achteraf onjuist blijkende jaarrekening wellicht aanleiding vormen een reeds genomen besluit tot winstuitkering of anderszins aan te tasten. Dit zal steeds in een civielrechtelijke procedure dienen te geschieden. Een dergelijke rechtsgang te combineren met een bestuursrechtelijke rechtsgang lijkt niet goed mogelijk.

Deze drie redenen komen dus deels voort uit de ontstaansgeschiedenis van de Wtfv. Juridische experts zijn van mening dat deze redenen volgens hen momenteel nog steeds van toepassing zijn.

Het feit dat de Wtfv in het burgerlijk recht ingebed is en niet in het bestuursrecht leidt mogelijkerwijs wel tot problemen met betrekking tot de slagkracht die de AFM heeft om adequaat en effectief toezicht te kunnen houden.

In zeer algemene termen gesteld: In het burgerlijk recht is het uitgangspunt dat de eisende partij (die stelt) in beginsel haar stelling moet bewijzen. In het bestuursrecht is het uitgangspunt dat het bestuursorgaan moet kunnen aantonen dat zij in redelijkheid tot haar beslissing is gekomen. De AFM dient dus in beginsel aan te tonen dat de jaarrekening niet aan de voorschriften voldoet.

Een ander aspect is het feit dat de Ondernemingskamer procedure, hoewel het een verzoekschriftprocedure is en de Ondernemingskamer in het algemeen op relatief korte termijn rechtsingang biedt, toch geruime tijd in beslag neemt (vaak meer dan een jaar) waardoor de uitkomst met betrekking tot de juistheid van de verstrekte financiële informatie voor de kapitaalmarkten nauwelijks meer relevant is.

De wetgever heeft in de Wtfv twee specifieke voorzieningen voor de AFM getroffen ten einde tegemoet te komen aan de bezwaren. Ten eerste, in art. 2:452 BW is een speciale rechtsgang voorzien die de AFM de mogelijkheid biedt om informatie te verkrijgen van ondernemingen via een bevel door de OK. Dit kan nadat de AFM een verzoek om informatie heeft gedaan en de onderneming onvoldoende gevolg heeft gegeven aan dit verzoek. Ten tweede heeft de AFM in de Wtfv de mogelijkheid gekregen om een procedure bij de OK te beginnen onmiddellijk na het doen van een mededeling dat de twijfel niet is weggenomen of dat de informatie niet tijdig is verstrekt en zij twijfelt of (een onderdeel van) de financiële verslaggeving voldoet aan de daaraan te stellen eisen. Hoewel beide bepalingen tegemoet komen aan de bezwaren blijft de vraag of de AFM hiermee voldoende slagvaardig kan optreden. Dit onderzoek werpt licht op onder andere deze vraag.

3. Kwantitatieve en kwalitatieve analyse van de kwaliteit van financiële verslaggeving, van de Wtfv en van het door de AFM uitgevoerde financieel toezicht

In dit gedeelte van het onderzoek **analyseren** we de kwaliteit van financiële verslaggeving in Nederland voor beursgenoteerde ondernemingen gebaseerd op twee grote bronnen van bewijs: (1) op basis van een formele/technische analyse en (2) op basis van inventarisatie van meningen van deskundigen via interviews en elektronische vragenlijsten. Eerst gaan we dieper in op wat we verstaan onder kwaliteit van verslaggeving.

3.1 Wat verstaan we onder kwaliteit van verslaggeving?

De analyse die we uitvoeren richt zich op het beantwoorden van de vraag of bedrijven na de invoering van Wtfv een hogere kwaliteit van verslaggeving leveren. Echter, kwaliteit van financiële rapportering is geen eenduidig begrip en kan op verschillende manieren benaderd worden. Zoals ook blijkt uit onze interviews bestaat er geen unanieme definitie van de kwaliteit van verslaggeving (zie verder in deze paragraaf). In deze studie leggen we de focus niet op een bepaalde interpretatie van kwaliteit, maar trachten we een zo algemeen en objectief mogelijk beeld te scheppen van hoe financiële verslaggeving er in Nederland uitziet. We evalueren hiervoor verschillende aspecten van verslaggeving die geassocieerd worden met de kwaliteit van financiële rapportage. In totaal worden 18 verschillende maatstaven geanalyseerd die in de wetenschappelijke accounting literatuur vaak worden gebruikt om de kwaliteit van rapportage te meten. Elk van deze maatstaven is gerelateerd aan een bepaald aspect van de kwaliteit van verslaggeving.

Wat verstaat de wetenschap onder kwaliteit van verslaggeving?

De wetenschappelijke literatuur maakt een onderscheid tussen een viertal verschillende aspecten of deelcomponenten van kwaliteit van financiële verslaggeving (soms ook

winstkwaliteit of accountingkwaliteit genoemd). In deze studie analyseren we kwaliteit aan de hand van elk van deze vier aspecten:

1. Winstegalitatie en winststuring
2. Verstrekking van conservatieve informatie (informatieverstrekking in overeenstemming met het voorzichtigheidsprincipe)
3. Voorspelbaarheid van winstcijfers
4. Waarderelevantie van winstcijfers

Deze vier aspecten van verslaggeving zijn in de wetenschappelijke accounting literatuur veelvuldig gebruikt in diverse contexten, onder andere om de impact van de introductie van IFRS te testen.³ Om inzicht te krijgen in de mogelijke impact van de Wtfn op kwaliteit van verslaggeving, meten we kwaliteit voor en na de invoering van de wet. We controleren hierbij voor andere aspecten die de kwaliteit van de verslaggeving zouden kunnen beïnvloeden over de relevante tijdsperiode.

Wat verstaan de deskundigen onder kwaliteit van verslaggeving?

Uit onze elektronische enquêtes blijkt dat onze respondenten het verstrekken van waarderelevante informatie als het belangrijkste kenmerk van verslaggeving beschouwen. Naast dit kenmerk vinden onze respondenten ook dat financiële informatie in de jaarrekening vergelijkbaar moet zijn met die van andere ondernemingen, objectief en ook tijdig dient te zijn. Controleerbare informatie en informatie met sterke voorspellende waarde blijkt als minder relevant te worden gezien. De toepassing van het voorzichtigheidsprincipe wordt als irrelevant beschouwd. De resultaten worden getoond in tabel 3.1.

³ De kwaliteit van rapportering werd eerder onderzocht in onder andere Ball et al., 2000 (conservatisme en waarderelevantie); Ashbaugh and Pincus, 2001 (voorspelbaarheid); Ball et al., 2003 (conservatisme); Bartov et al, 2005 (waarderelevantie); Hung and Subramanyam, 2007 (waarderelevantie); Barth et al., 2008 (winstmanipulatie, waarderelevantie en conservatisme); Christensen et al., 2008 (winstmanipulatie en waarderelevantie); Beuselinck et al., 2010 (voorspelbaarheid).

Tabel 3.1: Aan welke kenmerken dient financiële verslaggeving te voldoen?

Specifieke doelstelling van financiële verslaggeving	Van heel belangrijk (1) naar minder belangrijk (7)
Het verstrekken van:	
Waarderelevante informatie	1
Vergelijkbare informatie	2
Objectieve informatie	3
Tijdige informatie	4
Controleerbare informatie	5
Informatie betreffende toekomstige prestaties	6
Informatie in overeenstemming met het voorzichtigheidsbeginsel	7

Deze resultaten worden grotendeels bevestigd in onze mondelinge interviews. 88% van de geïnterviewden vindt waarderelevantie het meest cruciale kenmerk waaraan financiële verslaggeving moet voldoen. Zo goed als alle ondervraagden beschouwen dit kenmerk als belangrijk. De overige 12% vindt vergelijkbaarheid van financiële informatie met andere ondernemingen het belangrijkste kenmerk. Vergelijkbaarheid wordt ook in vele gevallen als het tweede belangrijkste kenmerk bevonden, gevolgd door tijdigheid en controleerbaarheid. Echter, vergelijkbaarheid wordt slechts door 58% van de ondervraagden beschouwd als een relevant kenmerk. Dikwijls is men de mening toegedaan dat er niet zoiets bestaat als vergelijkbare informatie aangezien boekhoudregels (ook IFRS) op verschillende manieren geïnterpreteerd blijven worden. De helft van de ondervraagden vindt waarderelevantie en tijdigheid de twee belangrijkste kenmerken. 48% vindt tijdigheid een belangrijk onderdeel of kenmerk van verslaggeving. Geen van de ondervraagden vindt voorzichtigheid een belangrijk kenmerk, hoewel sommigen opmerken dat voorzichtigheid inherent is aan de boekhoudregels en de algemene manier van boekhouden. In die zin is het zeker geen irrelevant kenmerk maar wordt het niet zozeer als doelstelling van verslaggeving op zich beschouwd. Vele verslaggevingsregels houden een zekere mate van ‘conservatisme’ in.

IFRS effecten

Voor wij dieper ingaan op de gehanteerde maatstaven en analyses, merken wij op dat er in dit onderzoek eveneens rekening gehouden wordt met de invoering van IFRS. Dit doen wij door een onderscheid te maken in de situatie vóór en de situatie na de invoering van deze nieuwe accounting standaarden. Dit wordt gedaan vanwege de potentiële impact van IFRS op de kwaliteit van verslaggeving. Sinds 2005 zijn alle beursgenoteerde ondernemingen in Nederland verplicht om hun geconsolideerde resultaten te rapporteren in overeenstemming met IFRS. Omdat deze internationale standaarden worden verondersteld van hogere kwaliteit te zijn dan de voormalige nationale standaarden, is het mogelijk dat de invoering van IFRS leidt tot verhoogde kwaliteit van verslaggeving.

Belangrijk is hierbij op te merken dat de AFM als toezichthouder op verslaggeving al startte met pretoezicht op het boekjaar 2005, het eerste jaar van invoering van IFRS, en begon met een hogere mate van toezicht op de financiële verslaggeving van boekjaar 2006. Empirisch vastgestelde verbeteringen in de kwaliteit van financiële verslaggeving na 2005 kunnen dus het gevolg zijn van zowel de adoptie van IFRS, als het verhoogde toezicht van de AFM, alsook van beide. Aangezien geen data beschikbaar zijn van ondernemingen die onderhevig zijn aan de Wtffv maar niet aan IFRS, kunnen beide effecten niet altijd evident van elkaar onderscheiden worden. Bovendien kan het (vooruitzicht van) verhoogd toezicht door de AFM ondernemingen al aansporen om de nieuwe IFRS standaarden meer rigoureuus toe te passen. Daske et al. (2008) vinden immers dat in omgevingen (of landen) waar meer ‘enforcement’ of toezicht van financiële regelgevers aanwezig is, IFRS leidt tot een sterkere verbetering van de kwaliteit van financiële informatie. Anders gezegd, het effect van IFRS op de kwaliteit van verslaggeving zou wel eens versterkt kunnen worden door de introductie van de Wtffv kort daarna. We spreken in dit geval van een complementair effect van verhoogde mate van toezicht en hoogwaardige verslaggevingsstandaarden op de kwaliteit van verslaggeving.

3.2 Kwantitatieve en technische analyse van kwaliteit van verslaggeving

3.2.1 Overzicht en beknopte analyse

Opzet van het onderzoek:

In dit gedeelte geven wij een samenvatting van de resultaten uit de kwantitatieve analyses naar de kwaliteit van financiële verslaggeving in Nederland. We richten ons in dit onderzoek enkel op de verslaggeving van beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen. Dit doen we om drie redenen: omdat de Wtfdv en het toezicht van de AFM van toepassing is op ondernemingen die beursgenoteerd zijn, omdat voor deze ondernemingen betrouwbare en volledige archiefdata beschikbaar zijn en omdat sommige maatstaven van winstkwaliteit een beroep doen op koersinformatie. In appendix kan de detailanalyse gevonden worden met daarin de resultaten voor elk van de vier maatstaven van kwaliteit van rapportering.

Overzicht en beknopte analyse van de resultaten:

In tabel 3.2 vinden we een overzicht terug van de resultaten van de technische analyse naar winstkwaliteit. We beschouwen hierbij vijf maatstaven van winstkwaliteit die in detail uitgelegd worden in het appendix. De eerste twee kolommen van tabel 3.2 duiden aan of er een verschil is vastgesteld voor elk van de vijf elementen van kwaliteit. Uit de technische analyse naar de kwaliteit van financiële verslaggeving in Nederland blijkt het volgende. Wanneer we de kwaliteit van verslaggeving van de periode voor de invoering van de Wtfdv vergelijken met deze na de invoering van de wet, dan stellen we vast dat er geen significante verandering is in de waarderelevantie van winstcijfers opgesteld door Nederlandse ondernemingen, alsook geen verbetering in de mate waarin winstcijfers in overeenstemming zijn met het voorzichtigheidsbeginsel. De eerste conclusie is belangrijker dan de tweede, aangezien onze respondenten veel belang hechten aan de mate waarin winstcijfers waarderelevant zijn. We stellen een lichte vooruitgang vast in termen van waarderelevantie in de periode na de introductie van IFRS tegenover de periode ervoor. Belangrijk is ook vast te stellen dat na invoering van IFRS en van de

Wtfv, financiële analisten beter in staat zijn winstcijfers van Nederlandse ondernemingen te voorspellen, wat wijst op een rijkere disclosure omgeving.

Het uitvlakken van winstcijfers blijkt significant minder voor te komen in de periode na de invoering van de Wtfv, alsook het manipuleren of sturen van de winst in een bepaalde richting. Beide groepen van winstkenmerken lijken te wijzen op een significante verbetering in de kwaliteit van verslaggeving. Wanneer we in de derde kolom van de tabel de kwaliteit van verslaggeving binnen Nederland voor de periode 1990-1999 vergelijken met de kwaliteit tijdens de periode 2000-2009, dan stellen we een significante verbetering vast in de kwaliteit van verslaggeving in termen van het afnemen van de praktijken van winstegalitatie en winststuring. In de laatste kolom wordt de kwaliteit van verslaggeving voor de periode 2000-2009 in Nederland vergeleken met deze in België, Frankrijk en Duitsland. Uit deze analyses blijkt dat op elk van de maatstaven de kwaliteit van verslaggeving in Nederland ofwel van een gelijkaardig niveau is als in deze andere landen, ofwel van een hoger niveau. Uit verdere analyses blijkt dat de kwaliteit in Nederland nog een stuk onder die van de zogenaamde common law landen ligt, zoals de Verenigde Staten, Groot-Brittannië, Australië en Canada. Verklaringen voor deze patronen in kwaliteit van verslaggeving en een verdere detailanalyse kan gevonden worden in de appendix alsook in de studies van Leuz, Nanda en Wysocki (2003), Leuz (2010), Verriest, Cherchye en Gaeremynck (2010) en Verriest (2010).

Conclusies

Drie belangrijke conclusies kunnen getrokken worden uit de technische analyse die uitgevoerd werd. Ten eerste blijkt dat de kwaliteit van financiële verslaggeving in termen van minder winststuring en manipulatie licht tot sterk gestegen is na de invoering van IFRS en na de invoering van de Wtfv. Ten tweede blijkt uit onze testen dat de kwaliteit van verslaggeving in Nederland de voorbije twee decennia sterker is toegenomen dan in buurlanden zoals Frankrijk, Duitsland en België. Ten derde blijkt dat de waarderelevantie, wat deskundigen als belangrijkste winstkenmerk bestempelen, niet significant gestegen is na de invoering van de Wtfv. De waarderelevantie is echter ook

niet gedaald en blijft op een vergelijkbaar niveau van dat van andere landen. Belangrijk bij elk van deze conclusies is op te merken dat andere factoren mee de oorzaak kunnen zijn van deze vastgestelde patronen in winstkenmerken. Het is onmogelijk om het effect van de Wtfv en/of IFRS afzonderlijk te testen. Niettemin kunnen we stellen dat, afgaande op deze maatstaven, de kwaliteit van financiële verslaggeving in Nederland meer dan behoorlijk is en dat de Wtfv daar toch een zekere rol van betekenis in heeft gespeeld en kan blijven spelen.

Tabel 3.2: Overzicht van de resultaten uit de technische analyse naar kwaliteit van verslaggeving

MAATSTAF VAN KWALITEIT	Vergelijking tussen de situatie voor en na invoering van de Wtfv	Vergelijking tussen de situatie voor en na invoering van IFRS	Algemene evolutie van kwaliteit gedurende de periode 1990-2009	Vergelijking van Nederland met {België, Frankrijk en Duitsland} voor 2000 - 2009
1 Winstegalisatie	Sterke verbetering	Sterke verbetering	Sterke verbetering	Licht significant beter
2 Winststuring	Sterke verbetering	Geen verandering	Lichte verbetering	Geen verschil
3 Conservatisme (Voorzichtigheid)	Geen verandering	Geen verandering	Lichte verbetering	Licht significant beter
4 Voorspelbaarheid	Lichte verbetering	Lichte verbetering	Niet getest	Niet getest
5 Waarderelevantie	Geen verandering	Lichte verbetering	Niet getest	Niet getest

3.2.2 Marktreacties rond aanbevelingen van de AFM

Voorgaand onderzoek:

Toezichthouders hebben in het verleden hun acties en aanklachten tegen foutieve weergaven in de jaarrekening gelegitimeerd door te wijzen op de significante impact van restatements op de beurswaarde van een onderneming (bijvoorbeeld in GOA, 2002 door de SEC). Een voormalige topman van de SEC, de Amerikaanse beurswaakhond, stelde het als volgt: “in recent years, countless investors have suffered significant losses as market capitalizations have dropped by billions of dollars due to restatements of audited financial statements” (Levitt, 2000).

Tallose studies hebben onderzocht in welke mate investeerders reageren op het nieuws van een restatement van het resultaat van een onderneming (bijvoorbeeld Kinney en McDaniel, 1989; Palmrose en Scholz, 2004; Palmrose et al., 2004; Burks, 2009; Ernstberger et al., 2010). Er wordt in de meeste gevallen een significant negatieve aandelenreturn gemeten rond de dag waarop een restatement bekend wordt gemaakt aan de markt. Palmrose et al. (2004) vinden voor 403 restatements tussen 1995 en 1999 in de VS een negatieve return van gemiddeld 9.2 procent. Ze vinden ook dat deze return negatiever is wanneer restatements groter zijn, wanneer meerdere rekeningen getroffen worden door de restatement en wanneer de restatements minder precies zijn. Er blijkt geen verband te zijn tussen de marktreturn en de instantie die de restatement bekend maakt (SEC, externe auditor of de onderneming zelf). Echter, recent onderzoek van Burks (2009) toont aan dat de reacties van de markt op restatements in het post-SOX tijdperk minder en minder negatief worden en minder groot zijn dan voordien. Dit blijkt geen onderreactie van de markt te zijn. Ook blijkt hieruit dat efficiënte prijsvorming verbeterd is in de VS in de post-SOX periode.

Interpretatie, maatstaven en toepassing van de Wtfv

De methode die in bovengenoemde studies wordt toegepast om de marktreacties te meten gaat als volgt. De dagelijkse return de dag voor, de dag van en de dag na het

bekendmaken van de restatement worden bij elkaar opgeteld om zo een 3-dagen return of cumulatieve return (CR) te krijgen. Een dagelijkse return wordt berekend door de prijs op het einde van de dag te verminderen met de prijs aan het begin van de dag en dit verschil te delen door de prijs aan het begin van de dag. Het kan namelijk zijn dat restatements voor of na opening van de beurs werden bekend gemaakt. Vandaar dat men meestal een twee of drie dagen durende cumulatieve return schat. Daarnaast beschouwt men niet de dagelijkse returns als zodanig. Het kan namelijk zijn dat er ander relevant (bijvoorbeeld macro economisch) nieuws de markt heeft bereikt dat een impact heeft op alle koersen, dus ook van de individuele onderneming die een restatement bekend maakte. Dit kan in sommige gevallen het werkelijke effect maskeren of juist overschatten. Daarom corrigeren we hiervoor door alle dagelijkse returns te verminderen met de dagelijkse return van de totale aandelenmarkt. Deze returns noemen we de abnormale returns (AR). De som over drie dagen noemen we dan de cumulatieve abnormale returns (CAR).

In de Nederlandse context beschouwen we de persberichten die een onderneming naar buiten brengt naar aanleiding van een aanbeveling door de AFM en ter correctie van foutieve of onvolledige informatie in de jaarrekening als een restatement. Wanneer uit een desktop-review blijkt dat er mogelijk een probleem is met een deel van de jaarrekening, vraagt de AFM om extra informatie of een toelichting aan de onderneming betreffende een transactie of boeking. Indien geen of onvoldoende gevolg gegeven wordt aan dit verzoek, kan de AFM een formele mededeling geven eventueel gevolgd door of samengaande met een aanbeveling. Een mededeling wordt niet publiek gemaakt, een aanbeveling wel. Wanneer een aanbeveling wordt uitgereikt door de AFM geeft de onderneming in kwestie zelf een persbericht uit met een uitleg over de twijfel van de AFM. In vele andere gevallen geeft de onderneming een persbericht uit vóór de AFM een aanbeveling doet. In totaal zijn 11 aanbevelingsberichten bij de AFM gedeponeerd. Dit zijn berichten die door een effectenuitgevende instelling zijn gedaan op verzoek van de AFM met correcties op eerder gepubliceerde informatie. Voor drie van deze ondernemingen konden we geen beurskoersen vinden in Worldscope/Datastream (Nedfield, Funcom en MCC Global). Voor 8 aanbevelingen die plaatsvonden in 2007, 2008 en 2009 waren we wel in staat om beurskoersen te achterhalen.

Empirische resultaten:

In tabel 3.3 vinden we de cumulatieve abnormale returns terug rond de dag waarop deze 8 aanbevelingen aan de markt werden bekend gemaakt. Hieruit blijkt dat de gemiddelde abnormale return over drie dagen gemeten rond de bekendmaking van een aanbeveling negatief is, namelijk -6.08%. Hoewel dit gebaseerd is op een kleine steekproef, is dit cijfer licht significant negatief (p-waarde is 0.098). Echter, de mediaan ligt een stuk hoger op, namelijk -2.72%. Dit resultaat blijkt nochtans marginaal statistisch significant te zijn (p-waarde 0.070). Dit komt door de sterk negatieve reactie op één van de aanbevelingen die het gemiddelde naar beneden halen. Voor 7 van de 8 restatements was er een negatieve abnormale reactie in de aandelenkoers. In sommige gevallen was die echter heel beperkt. Toch kunnen we stellen dat de correcties die deze ondernemingen hebben bekend gemaakt wel degelijk een significante reactie hebben teweeggebracht op de aandelenmarkt. Dit betekent dat de bekendmakingen die de ondernemingen deden ietwat relevante informatie inhielden voor beleggers, hoewel we dit heel moeilijk met zekerheid kunnen stellen gegeven dat we slechts met 8 datapunten te maken hebben. Een extra observatie of het wegnemen van een bepaalde observatie kan de resultaten substantieel doen veranderen.

Tabel 3.3: Cumulatieve Abnormale Returns rond Aanbevelingsberichten

COMPANY	Datum van Aanbeveling	Cumulatieve return%	Cumulatieve Abnormale Return %	Return on Assets %
VIVENDA MEDIA GROEP NV	20/06/2007	-0.0227	-0.0274	-24.26
HITT NM NV	25/07/2007	-0.0648	-0.0339	0.99
PUNCH GRAPHIX	12/10/2007	0.0000	-0.0092	-0.97
QURIUS NV	25/10/2007	-0.2294	-0.2705	3.4
AND INTL.PUBLISHERS	26/10/2007	0.0193	-0.0270	10.82
ORANJEWOUDE NV	21/11/2007	-0.0221	0.0001	10.59
ALANHERI NV	16/06/2008	-0.0041	-0.0160	-14.68
VIVENDA MEDIA GROEP NV	16/06/2009	-0.1090	-0.1028	-45.01
Gemiddelde		-5.41%	-6.08%	
Mediaan		-2.24%	-2.72%	
RETURN < 0		88.00%	88.00%	

3.3 Kwalitatieve analyse van kwaliteit van verslaggeving

3.3.1 Afgenomen interviews en representativiteit van het onderzoek

Vooraleer we dieper ingaan op de resultaten van de interviews geven we eerst een overzicht van de deskundigen en stakeholders die hebben deelgenomen aan dit onderzoek en hun achtergrond. Een essentieel kenmerk van kwalitatief wetenschappelijk onderzoek (zoals vragenlijsten en interviews) is om ervoor te zorgen dat de respondenten die worden benaderd en geïnterviewd voldoende representatief zijn voor de totale populatie aan deskundigen. Indien niet of te weinig aan dit criterium is voldaan, kan de validiteit van de resultaten van het onderzoek in twijfel worden getrokken.

In totaal zijn 44 verschillende individuele deskundigen benaderd met de vraag mee te werken aan dit onderzoek. Dankzij diverse contacten lag de response rate hoog. In totaal werden **32 afzonderlijke interviews** afgenomen. Een interview duurde telkens ongeveer een uur.

In totaal werden **18 verschillende instanties** benaderd: 2 ondernemingsorganisaties, 1 accountantsorganisatie, 2 organisaties die de belangen van (minderheids)aandeelhouders beschermen en 1 beleggingsfonds (in het kader van gebruikers van financiële verslaggeving), de Hoge Raad, de Raad voor de Jaarverslaggeving, De Nederlandsche Bank, accountants en controllers van diverse accounting ondernemingen (waaronder *alle* Big 4 kantoren), CFOs en financieel experts van ondernemingen die nauw betrokken zijn bij het opstellen van de financiële verslaggeving van hun onderneming en in het verleden te maken hebben gekregen met de AFM, een aantal juridische experts, een expert op het vlak van de werking van de Duitse toezichthouder (BaFin), een expert op het vlak van de werking van een aantal andere Europese toezichthouders waaronder die in Portugal, een lid van het adviescomité aan CESR en medewerkers van de AFM. De Ondernemingskamer was niet bereid om een reactie te geven op onze vragen.⁴ Wel werden 2 juridisch gespecialiseerde medewerkers van de Ondernemingskamer

⁴ De reden is het feit dat de OK vindt dat hetzij als rechterlijke instantie belast is met de beslechting van jaarrekeningzaken; de vraagstukken die aan haar als rechter ter beoordeling worden voorgelegd, komen altijd op in een specifieke context en haar rechtspraak heeft ook betrekking op die specifieke gevallen. Bovendien past haar als rechter terughoudendheid.

geïnterviewd. We delen deze op bij de juridische experts. In Appendix III wordt een overzicht gegeven van alle gecontacteerde en geïnterviewde instanties.

Er dient opgemerkt te worden dat het niet eenvoudig was om op tijdige wijze veel gebruikers van financiële informatie te interviewen. Uiteindelijk hebben we interviews gehouden met 5 personen die gebruikers van financiële informatie vertegenwoordigen, verbonden aan 3 verschillende organisaties. Daarnaast was het niet vanzelfsprekend om experts te vinden die een vergelijking kunnen maken met buitenlandse toezichthouders en/of specifieke kennis bezitten over hoe toezicht verloopt in andere landen. Een aantal accountants kon ons informatie geven over hoe in andere landen zoals Groot-Brittannië en de Verenigde Staten aan toezicht op financiële verslaggeving wordt gedaan, op basis van hun praktijkervaring. Enerzijds vond een uitgebreid interview plaats met een lid van het adviescomité aan CESR, de organisatie van Europese toezichthouders. Anderzijds hebben we gedetailleerde informatie gekregen over het Duitse toezichtmodel van een academisch onderzoeker die een soortgelijke analyse gemaakt heeft van de werking van de Duitse toezichthouder BaFin als gebeurt in dit rapport van de AFM⁵.

Het interview met de drie mensen van de AFM hebben we eveneens buiten beschouwing gelaten in onze eigenlijke gekwantificeerde resultaten met betrekking tot dit gedeelte van het onderzoek. Dit omdat zij de instantie zijn die we evalueren. Belangrijk is te vermelden dat de meningen en bevindingen van de AFM wel zijn meegenomen in de algemene conclusie van dit onderzoek.

De uiteindelijke resultaten hebben bijgevolg betrekking op **29 geïnterviewde deskundigen**. De totale steekproef bestaat voor 38% uit accountants, voor 17% uit juridische experts (een aantal personen bij de gebruikersorganisaties van financiële informatie zijn ook juridisch expert op gebied van jaarrekeningenrecht), voor 17 % uit preparers van jaarrekeningen, voor 17% uit gebruikers van financiële informatie en voor 11% uit Nederlandse en buitenlandse toezichthouders.

⁵ Ernstberger, J., J.M. Hitz and M. Stich (2010). Enforcement of Accounting Standards in Europe: Capital Market Based Evidence for Two-tier Mechanism in Germany, working paper.

Bij de keuze van de deskundigen werd zoveel mogelijk getracht een representatieve steekproef op te bouwen om het draagvlak van ons onderzoek zo groot mogelijk te maken en de validiteit van onze bevindingen te garanderen. Vier elementen aangaande de keuze van deskundigen en de opzet van ons onderzoek dragen hiertoe bij:

Ten eerste werd er zoveel mogelijk gestreefd naar het interviewen van echte **ervaringsdeskundigen**. Specifiek is het zo dat we voor instanties die *niet* rechtstreeks met het toezichtproces te maken hebben zoveel mogelijk getracht hebben een hoog geplaatste persoon of deskundige binnen elke instantie te interviewen, ervan uitgaande dat deze personen over de meeste expertise en ervaring beschikken. In vele gevallen ging het daarbij niet om de voorzitter of algemeen directeur van de organisatie maar wel om de persoon die het dichtst betrokken is bij het domein van financiële verslaggeving. Voor instanties die *wel* rechtstreeks bij het toezichtproces van de AFM betrokken zijn, hebben we telkens gekozen voor die persoon of voor die personen die het dichtst betrokken zijn bij het toezichtproces van de AFM. Bij de ondernemingen zelf is dit de CFO of de Chief Accountant. We wijzen ook op het feit dat het merendeel van de bevroegde accountants partners zijn in hun onderneming. Op die manier zijn we er zeker van dat we met echte deskundigen te maken hebben die kennis ter zake hebben. Bij 1 van de accountantsfirma's is het bovendien zo dat alle brieven die cliënten krijgen van de AFM bij 1 en dezelfde accountant terecht komen. Wij hebben deze accountant uitvoerig geïnterviewd. We zijn de mening toegedaan dat een interview met dergelijke personen veel meer waard is dan vele interviews met accountants of andere betrokkenen die slechts vanaf de zijlijn meekijken. Met andere woorden, voor instanties die rechtstreeks bij het toezichtproces van de AFM betrokken zijn, is telkens gekozen voor die persoon of voor die personen die het dichtst betrokken zijn bij het toezichtproces van de AFM.

Ten tweede is duidelijk dat we een **zo breed mogelijke groep** deskundigen hebben benaderd van diverse instanties die van dichtbij of minder dichtbij te maken hebben met de Wtfov en/of het toezicht van de AFM. We hebben zowel gebruikers van financiële informatie, als preparers en controllers geïnterviewd. Bovendien hebben vele van onze deskundigen tegengestelde belangen en werd geen voorrang gegeven aan bepaalde groeperingen van belanghebbenden. Wel bleek het zo te zijn dat bepaalde

belanghebbenden gemakkelijker te bereiken waren dan anderen en dat sommige instanties sneller bereid waren een interview met ons te houden dan anderen.

Bij het afnemen van de elektronische enquêtes hebben we onze doelgroep van respondenten niet in dezelfde mate gediversifieerd als bij de interviews het geval is. Dit omwille van de aard van de gestelde vragen. De vragen bij de enquêtes zijn heel technisch van aard en kunnen het beste beantwoord worden door ervaringsdeskundigen op gebied van boekhoudwetgeving en IFRS regulering. Vandaar dat onze doelgroep voor dit gedeelte van het onderzoek bestond uit accountants die werkzaam zijn op de vaktechnische afdeling van hun werkgever. We wijzen hierbij op de complementariteiten die ontstaan bij het interviewen van deze groep deskundigen en de geïnterviewde partners die bij elk van de BIG 4 accountantskantoren werkzaam zijn. In het appendix is de vragenlijst gebruikt bij het afnemen van de elektronische enquêtes terug te vinden.

Ten derde testen we op statistische wijze of het toepassen van **alternatieve wegen** aan de verschillende meningen binnen deze groep van 29 deskundigen andere resultaten oplevert. Een mogelijk punt van kritiek is namelijk dat een bepaalde groep deskundigen mogelijk ondervertegenwoordigd is in ons onderzoek. Deze stelling kunnen we weerleggen door aan te tonen dat de belangrijkste resultaten die zijn opgesomd in onze conclusie niet veranderen wanneer andere wegen worden toegepast en met andere woorden robuust zijn voor alternatieve wegingscoëfficiënten. Wanneer een bepaalde groep deskundigen zoals de gebruikers van financiële informatie 50% van alle gewicht in de antwoorden toebedeeld krijgen, veranderen de resultaten nauwelijks en blijven alle conclusies in dit onderzoek overeind. Dit geldt voor elk van de bevroegde instanties. De oorzaak hiervan is tweërlei: ten eerste is er een zekere mate van homogeniteit *tussen* de bevroegde instanties. Met andere woorden, vele conclusies worden door verscheidene instanties vermeld. Ten tweede is het ook zo dat er behoorlijk wat heterogeniteit bestaat *binnen* bepaalde instanties waarvan meerdere personen werden geïnterviewd. Wanneer een bepaalde groep deskundigen (zoals bvb gebruikers van financiële informatie) 50% of

de helft van alle gewicht in de antwoorden toebedeeld krijgen, veranderen de resultaten nauwelijks en blijven alle conclusies in dit onderzoek overeind.⁶

Ten vierde maken we gebruik van statistisch gefundeerde **betrouwbaarheidsintervallen** om de validiteit van onze resultaten te staven en te verantwoorden. Hieronder wordt beknopt uitgelegd wat de intuïtie is achter deze intervallen.

Een betrouwbaarheidsinterval is intervallschatting voor een bepaalde parameter op een steekproef die men wenst te berekenen. Bijvoorbeeld, veronderstel dat 25% van de respondenten aangeeft dat een welbepaald aspect aan de Wtfv dient te veranderen, hoe ver ligt de *echte* waarde (uit de totale populatie van deskundigen) dan van deze *geschatte* waarde? Met andere woorden met welke zekerheid kunnen we nu stellen dat, mochten we *alle* deskundigen bevragen, 25% dit aspect vermeld zou hebben? Een betrouwbaarheidsinterval toont ons een volledig interval van betrouwbare schattingen van de te schatten parameter. Deze parameter heeft een onbekende en vaste waarde. Van alle schattingen van het interval zullen sommige de parameter wel bevatten en andere niet. Hoe groter de betrouwbaarheid, hoe frequenter het interval de parameter bevat. Wij berekenen voor de antwoorden op de kernvragen in het interview de onder- en de bovengrens uit de steekproefgegevens. We gaan na of er een vermoeden is dat de *echte* waarde van de populatieparameter zich ertussen bevindt.

Omdat het in dit onderzoek een specifieke en technische materie betreft, kunnen we bijvoorbeeld veronderstellen we dat er in Nederland een totale populatie is van 200 deskundigen die in voldoende mate geïnformeerd zijn en ervaring hebben aangaande de werking van de Wtfv en van het toezicht uitgeoefend door de AFM.⁷ Wij berekenen voor de antwoorden op de vragen over de werking van de Wtfv (vraag 2.2; zie tabel 4.1) en over de werking van de AFM (vraag 2.3; zie tabel 4.2) de onder- en de bovengrens (=het betrouwbaarheidsinterval) en de kans dat elk voorstel tot wijziging gemaakt door x aantal

⁶ Het betreft hier onder andere de antwoorden op de drie hoofdvragen van de opdrachtgever (zie conclusie van het onderzoek).

⁷ We testen sensitiviteitsanalyses op het veronderstelde aantal deskundigen; zo berekenen we de kans dat een bepaald voorstel vermeld door x aantal gecontacteerde deskundigen wordt vermeld door de totale populatie aan deskundigen van 100, 500 of 1000 personen. Onze belangrijkste conclusies die vermeld zijn in de inleiding van dit onderzoek blijven hierdoor overeind.

geïnterviewden ook door de totale populatie van in dit geval 200 deskundigen zou gemaakt worden.

In onderstaande secties (3.3.2 en 3.3.3) geven we een gestructureerd overzicht van de antwoorden die deskundigen gaven op vragen die peilen naar de kwaliteit van verslaggeving en financieel toezicht in Nederland. In sectie 3.1 geven we een overzicht van de antwoorden die stakeholders en deskundigen gaven op vragen die betrekking hebben op de mogelijke aanpassingen en verbeteringen in de kwaliteit van verslaggeving en het toezicht door de AFM. Het antwoord op elk van de 9 vragen bestaat uit drie onderdelen. Onder elke vraag wordt een kwantitatief overzicht gegeven van de antwoorden in de vorm van een tabel met daarin het aantal keer dat een bepaald antwoord vermeld werd, alsook het percentage van het totale aantal antwoorden. Belangrijk is op te merken dat niet elke respondent op elke vraag een antwoord formuleerde. Zo deden juridische experts geen uitspraak over welke eigenschappen verslaggeving moet bezitten om van hoge kwaliteit te zijn. Zo deed ook de Duitse expert geen uitspraken over eventuele veranderingen in de bevoegdheden van de AFM. Daarna wordt er uitgelegd wat de algemene bevindingen zijn van ons bevraagd publiek bij elke vraag. Tenslotte wordt er een overzicht gegeven van individuele commentaren van de ondervraagde deskundigen.

3.3.2 Analyse op basis van interviews met deskundigen

Vraag 1.1 Wat verstaat u onder kwaliteit van financiële verslaggeving?

Deze vraag wordt behandeld in sectie 3.1 en in tabel 3.1.

Vraag 1.2 In welke mate is volgens u voldaan aan elk van de kenmerken m.b.t. de financiële verslaggeving van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven?

Algemene bevindingen:

Zoals te zien is in tabel 3.4 vindt een meerderheid dat er in hoge of minstens voldoende mate voldaan is aan de kenmerken van financiële verslaggeving die elk van de

deskundigen zelf belangrijk vinden. Een derde van de deskundigen vindt zelfs dat daar in hoge of ruim voldoende mate aan voldaan is, terwijl slechts een minderheid de mening is toegedaan dat de kwaliteit van verslaggeving in Nederland tekort schiet.

Tabel 3.4: Mate waaraan voldaan is aan kwaliteitskenmerken (algemene indruk)

Antwoord:	Aantal respondenten (percentage)	
1. In hoge/belangrijke mate	9	31%
2. In enige/voldoende mate	13	44.8%
3. In geringe mate/geenszins voldaan	3	10.3%
4. Geen mening/niet geantwoord	4	13.8%

Individuele bevindingen⁸:

Een door verschillende deskundigen aangehaald probleem met de huidige manier van verslag geven is dat beleggers soms door de bomen het bos niet meer zien. Zeker voor financiële instellingen is er een probleem van leesbaarheid door het teveel aan informatie dat in jaarrekeningen wordt vermeld en dient vermeld te worden onder IFRS. Te veel disclosure kan op den duur leiden tot minder transparantie want het stelt een onderneming in staat om een aantal zaken die wel relevant zijn weg te stoppen. Als er materiële risico's aanwezig zijn in de onderneming, dan moeten die onmiddellijk zichtbaar zijn voor beleggers. Momenteel is dat niet het geval en dit gaat soms ten koste van relevantie.

Een aantal deskundigen is er ook van overtuigd dat fraudes nog altijd bestaan binnen ondernemingen, maar dat het beter en meer zit weggestopt dan voorheen. Gebruikers van financiële informatie die we bevraagd hebben zijn over het algemeen vrij tevreden over de tijdigheid waarmee ondernemingen hun resultaten aan de markt bekend maken, maar dit proces zouden ze liever nog iets sneller zien verlopen. Daarbij wijzen ze ook op het belang van tussentijdse rapporten.

Deskundigen die veel belang hechten aan vergelijkbaarheid van informatie met andere ondernemingen duiden veelal op het positieve effect van de introductie van IFRS in dit

⁸ Verschillende respondenten geven op deze vraag hun mening over IFRS, waar later in dit gedeelte van de vragenlijst naar gepeild wordt.

opzicht: sinds 2005 is de vergelijkbaarheid er erg op vooruit gegaan, voornamelijk wanneer men resultaten van ondernemingen uit verschillende Europese landen wilt vergelijken. Andere deskundigen vinden dan weer dat het argument van vergelijkbaarheid overdreven is omdat er binnen IFRS nog voldoende vrijheid bestaat om financiële cijfers helemaal niet te kunnen vergelijken met andere ondernemingen. Eén deskundige wijst er in dit verband op dat het voor elke onderneming dikwijls een afweging maken is tussen vergelijkbaarheid (of uniformiteit) en relevantie. Hier zit een zeker spanningsveld tussen.

*Vraag 1.3 Kunt u aangeven in welke mate de **regels** die volgende instituten uitvaardigen een bijdrage leveren aan de totstandkoming van het getrouwe beeld van vermogen en resultaat?*

Tabel 3.5: Belang van regelgevende instanties:

Antwoord:	Aantal (percentage) respondenten die dit instituut als belangrijk beschouwen in het kader van regelgeving van verslaggeving:	
1. IASB	23	79.3%
2. Europese autoriteiten	8	27.6%
3. CESR	3	10.3%
4. Nederlandse wetgever	3	10.3%
5. NIVRA	3	10.3%
6. Raad voor de Verslaggeving	2	6.9%
7. Geen mening / niet geantwoord	4	13.8%

Bijna 80% van onze respondenten vindt dat de **IASB** hier een cruciale rol in speelt. Een kwart van onze geïnterviewden vindt zelfs dat de IASB de enige relevante speler is in het opstellen en uitvaardigen van verslaggevingregels. Daarnaast vindt een kwart van de deskundigen dat de Europese autoriteiten (met name de Europese Commissie) ook een belangrijke rol spelen omdat elke IFRS maatregel ook door hen moet worden goedgekeurd. Slechts één deskundige is van mening dat de politieke inmenging van

Europa in dit verband een goede zaak is, terwijl vier deskundigen bij het stellen van deze vraag expliciet de opmerking maakten dat dit fenomeen helemaal niet wenselijk is. De IASB moet volgens hen volledig onafhankelijk van de politiek regels kunnen uitvaardigen. Politieke bemoeienis komt de kwaliteit van de regels zeker niet altijd ten goede en ook de vergelijkbaarheid op Europees en mondiaal niveau komt erdoor in het gedrang.

De deskundige in het adviescomité aan CESR gaf aan dat de Europese organisatie van toezichthouders vindt dat de IASB goed werk levert inzake het opstellen en aanpassen van IFRS, maar tegelijkertijd ook dat de aanpassingen zich wel erg snel opvolgen. Er wordt te weinig aandacht besteed aan hoe de nieuwe standaarden goed geïmplementeerd kunnen worden. Er wordt met andere woorden te weinig aandacht besteed aan de due process. CESR zelf wordt in dit verband niet als irrelevant beschouwd, maar in elk geval ondergeschikt aan de IASB als het aankomt op het uitvaardigen van regels. CESR interpreteert regels en geeft voornamelijk raad en richtlijnen in verband met verslaggeving, net zoals het NIVRA binnen Nederland, en is in die zin zeker relevant. Voor niet-beursgenoteerde ondernemingen in Nederland is de Raad voor de Verslaggeving het belangrijkste orgaan in dit verband. De wetgever heeft een belangrijke maar indirecte invloed op de dagelijkse praktijk (Titel 9 Boek 2 BW).

*Vraag 1.4 Kunt u aangeven in welke mate het **toezicht** uitgevoerd door onderstaande instituten een bijdrage levert aan de totstandkoming van het getrouwe beeld van vermogen en resultaat?*

Uit tabel 3.6 blijkt dat de grote meerderheid van deskundigen de **externe auditor** aanduidt als een belangrijke (en in bijna alle gevallen als de belangrijkste) instantie in het kader van toezicht op financiële verslaggeving. Drie ondervraagden vinden zelfs dat de auditor de *enige* belangrijke instantie is in dit verband.

Tabel 3.6: Belang van toezichthoudende instanties:

Antwoord:	Aantal (percentage) respondenten die dit instituut als belangrijk beschouwen in het kader van toezicht op financiële verslaggeving:	
1. AFM	10	34.5%
2. Nederlandse wetgever	1	3.4%
3. Ondernemingskamer	1	3.4%
4. Externe auditor	23	79.3%
5. Audit Comité	14	48.3%
6. Geen mening/niet geantwoord	4	13.8%

Daarnaast vindt de helft van de deskundigen dat er ook een belangrijke rol is weggelegd voor het **audit comité** binnen een onderneming. Dit comité bestaat meestal uit een aantal financieel experts die in sommige gevallen ook manager zijn en/of in de Raad van Commissarissen zetelen van de onderneming. Zij worden verondersteld om ervoor te zorgen dat, in overleg met de auditor, relevante informatie aan beleggers wordt verstrekt op transparante wijze en de auditor ondersteunt in zijn taak. Echter, vier van de deskundigen halen expliciet aan dat het audit comité in de meeste gevallen onvoldoende haar taak vervult en zij vinden bijgevolg dat dit helemaal geen relevant orgaan is in het kader van toezicht op de financiële verslaggeving. Ook wordt aangehaald dat het audit comité dikwijls over te weinig kennis en expertise beschikt om de (soms ingewikkelde) IFRS regels accuraat te kunnen toepassen. Andere deskundigen stellen zich ernstige vragen bij de onafhankelijkheid van het audit comité in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Dikwijls is het audit comité ondergeschikt aan de CFO. In vele gevallen wordt er dan ook nog teveel overlegd tussen de manager (CEO en CFO) en de auditor en te weinig tussen het audit comité en de auditor. Dit kan de kwaliteit van verslaggeving negatief beïnvloeden. Vier deskundigen halen dan ook letterlijk aan dat een onafhankelijk audit comité inderdaad een cruciale rol zou kunnen spelen in de totstandkoming van verslaggeving van hogere kwaliteit, maar door het gebrek aan onafhankelijkheid en/of expertise is het audit comité daar momenteel te weinig toe in staat.

De **AFM** wordt door ruim een derde van de deskundigen aangeduid als zijnde een belangrijke speler in het toezicht van verslaggeving in Nederland. Dit is eerder een laag cijfer, hoewel de meesten het er over eens zijn dat de AFM wel degelijk een of andere rol speelt. Dikwijls wijst men hierbij op het gebrek aan relevantie in de vragen die de AFM stelt om echt te kunnen spreken van een belangrijk of essentieel orgaan in de context van financieel toezicht (zie ook vraag 1.9). Vijf deskundigen waren zelfs de mening toegedaan dat de AFM absoluut tekort schiet op dit punt, terwijl zes andere deskundigen het belang van de AFM expliciet vermeldden in hun antwoord op deze vraag. Zeven deskundigen in totaal vinden dat de AFM de belangrijkste instantie is inzake toezicht, na de externe auditor.

De rol van de **Ondernemingskamer** wordt door de meeste deskundigen als heel beperkt of non-existent ervaren. Enkelen duiden wel op de belangrijke rol die de Ondernemingskamer speelt wanneer de AFM in conflict treedt met een onderneming. Meer algemeen is het zo dat het merendeel van de deskundigen vindt dat er in het proces van toezicht op de financiële verslaggeving in Nederland in elk geval een grote rol moet worden gereserveerd voor de Ondernemingskamer.

*Vraag 1.5 Kunt u aangeven in welke mate volgende **instrumenten** waarover de AFM beschikt bijdragen tot het scheppen van het getrouwe beeld van vermogen en resultaat?*

Algemene bevindingen:

De review van jaarrekeningen, het instrument van mededeling en aanbeveling, alsook de mogelijkheid die de AFM heeft om een procedure te starten bij de Ondernemingskamer worden elk op zichzelf door ongeveer de helft van de deskundigen als relevant beschouwd in het kader van de toezichtactiviteiten die de AFM uitvoert.

Tabel 3.7: Belang van instrumenten van toezicht van de AFM⁹

Antwoord:	Aantal (percentage) respondenten die dit instrument van de AFM als belangrijk beschouwen in het kader van toezicht op financiële verslaggeving ¹⁰ :	
1. Review van jaarrekeningen	17	58.6%
2. Bijhouden van een openbaar register	2	6.9%
3. Uitwisselen informatie / ervaring met andere toezichthouders	2	6.9%
4. Instrument van mededeling	12	41.4%
5. Instrument van aanbeveling	17	58.6%
6. Starten van procedure bij de Ondernemingskamer	15	51.7%

Het instrument van **aanbeveling** en de algemene **review** van jaarrekeningen die de AFM doet, worden als de meest belangrijke middelen beschouwd waar de AFM over beschikt. De review van jaarrekeningen wordt als belangrijk beschouwd omdat men zich als onderneming en accountant bewust is van het feit dat er nog een toezichthouder over de schouder meekijkt. De meeste accountants vinden dit een goede zaak en zijn blij met het extra toezicht van de AFM op de jaarrekening. 17 deskundigen vinden dat de review van de jaarrekening (dus het loutere feit dat de AFM meekijkt) in enige of grote mate heeft bijgedragen tot de kwaliteit van verslaggeving. Het bijhouden van een openbaar register en het uitwisselen van informatie met andere toezichthouders wordt door slechts een minderheid als relevant beschouwd. Twee deskundigen vinden alle instrumenten van de AFM belangrijk, terwijl slechts één persoon geen enkele als relevant beschouwt. Deze resultaten moeten natuurlijk ook in het licht gezien worden van wat deskundigen geantwoord hebben op vraag 1.4.

⁹ We merken op dat het hierbij niet alleen om wettelijke instrumenten gaat.

¹⁰ 24 van de 29 deskundigen hebben deze vraag beantwoord.

Individuele bevindingen:

Veel deskundigen gaven op deze vraag extra uitleg over de manier waarop de AFM aan toezicht doet en de wijze waarop ze deze instrumenten gebruikt. Een detailanalyse wordt besproken in het antwoord op de vraag hoe het toezicht nu anders of beter zou kunnen gebeuren (in het tweede gedeelte van onze vragenlijst stelden we deze vraag; zie vraag 2.3 in sectie 4.1.3). Een aantal deskundigen stellen zich vragen bij de manier waarop de AFM aan toezicht doet.

Vier deskundigen vinden dat het instrumentarium van de AFM te beperkt is om aan efficiënt toezicht te kunnen doen. Zij zijn de mening toegedaan dat de Wtfv de AFM te weinig middelen ter beschikking stelt om er echt op toe te zien dat ondernemingen op een goede manier aan verslaggeving doen. Zeven deskundigen vermelden echter expliciet bij het beantwoorden van deze vraag dat de AFM meer dan voldoende slagkracht heeft om op een goede manier aan toezicht te doen. Zij zijn dus eerder geneigd om de manier waarop de AFM aan toezicht doet te bekritisieren dan wel de oorzaak van gebrekkig toezicht bij de Wtfv te leggen. Vier deskundigen noemen de uitvoering en het gebruik van deze instrumenten van de AFM ronduit zwak. Bij twee accountants die veelvuldig met de AFM te maken krijgen bij verschillende van hun cliënten bestaat de indruk dat de AFM zich vooral wil bewijzen, eerder dan het echt goed uitvoeren van haar toezichttaken. We stellen vast dat de meerderheid van de ondervraagden vindt dat meer bevoegdheden voor de AFM geen garantie bieden voor beter en efficiënter toezicht. Deze stelling wordt bevestigd door de expert van het Duitse toezichtstelsel (meer uitleg en details hierover zijn te vinden in sectie 4.1).

Eén deskundige vermeldt dat het een goede zaak is dat de procedure bij de Ondernemingskamer een hoge drempel inhoudt. Dit is nodig om eventuele “fishing expeditions” van de AFM tegen te gaan. Een drietal andere deskundigen vindt echter dat deze drempel te hoog is en dat er een noodzaak is aan een soort van juridische stap die de AFM kan nemen tussen een aanbeveling en het opstarten van een formele procedure bij de Ondernemingskamer, waarbij dan in feite de vernietiging van de jaarrekening wordt gevraagd. Een heel belangrijke opmerking die we hierbij dienen te maken is het feit dat er in de Wtfv wel degelijk een juridische stap bestaat tussen het instrument van aanbeveling en het opstarten van een procedure bij de Ondernemingskamer. Veel deskundigen zijn

zich hier niet van bewust, in grote mate omdat de AFM deze bevoegdheid tot nog toe vrijwel nooit heeft gebruikt. Een gedetailleerde analyse hiervan wordt gegeven in sectie 4.1.

Vraag 1.6 Kunt u aangeven in welke mate volgens u de invoering van IFRS in Nederland heeft bijgedragen tot het scheppen van het getrouwe beeld van vermogen en resultaat?

Tabel 3.8: Belang van IFRS

Antwoord:	Aantal respondenten (percentage)	
1. In hoge/belangrijke mate	12	41.4%
2. In enige mate/enigszins belangrijk	7	24.1%
3. In geringe mate/geenszins voldaan	5	17.2%
4. Geen mening/niet geantwoord	5	17.2%

De helft van de ondervraagden die op deze vraag antwoordden vindt dat de introductie van IFRS geleid heeft tot een hogere kwaliteit financiële verslaggeving in Nederland. Drie deskundigen menen dat de waarderelevantie van de financiële resultaten (door de meesten beschouwd als het belangrijkste kenmerk van verslaggeving) er significant op vooruit is gegaan na de introductie van IFRS. Zes deskundigen vermelden bij deze vraag expliciet dat de vergelijkbaarheid van winstcijfers tussen ondernemingen er sterk op vooruit is gegaan door IFRS, voornamelijk over de landsgrenzen heen. Wel zegt een aantal deskundigen dat dit niet alleen komt door de introductie van verslaggevingstandaarden op zich, maar meer door de grotere aandacht voor verslaggeving op zich die de introductie van IFRS met zich meebracht. Ook werd vermeld dat er op internationaal niveau meer is afgestemd door accountantskantoren gedurende de periode van introductie, waardoor ook de vergelijkbaarheid verhoogd wordt. Tenslotte vermelden vier deskundigen dat de introductie van IFRS een veel grotere bijdrage aan de kwaliteit van verslaggeving deed dan de introductie van zowel de Wtffv als de Wta.

Er zijn echter ook een aantal deskundigen de mening toegedaan dat dit helemaal niet het geval is, voornamelijk met het argument dat IFRS veel te *rules-based* is en te weinig

principles-based (verdere informatie hierover in sectie 4.1). Drie deskundigen hekelen de complexiteit en disclosure verplichtingen die IFRS aan ondernemingen oplegt. Transparantie wordt niet altijd bewerkstelligd door ondernemingen meer informatie naar buiten te doen brengen.

Eén deskundige maakte tenslotte de erg relevante opmerking dat de introductie van verslaggevingsstandaarden van een hogere kwaliteit op zichzelf niet leidt tot betere verslaggeving. Ondernemingen hebben immers nog altijd voldoende vrijheid (ook binnen IFRS) om winstcijfers aan te passen en bepaalde relevante zaken minder aandacht te geven richting aandeelhouders (Daske et al., 2008; Wysocki, 2010; Leuz, 2010). Daarom is er voldoende enforcement nodig afkomstig van andere aspecten van de institutionele omgeving die ervoor zorgen dat IFRS wordt toegepast zoals het hoort.

De externe auditor, corporate governance mechanismen en ook de AFM als externe toezichthouder spelen hierbij een cruciale rol. Hoogwaardige standaarden zijn in het beste geval een noodzakelijke maar geen voldoende voorwaarde om tot hoge kwaliteit van verslaggeving te komen. Zo blijkt uit diverse studies dat de introductie van IFRS slechts tot een significant effect heeft geleid in landen waarbij er voldoende instituties aanwezig waren van voldoende kwaliteit om ervoor te zorgen dat IFRS op een serieuze en accurate manier wordt toegepast (Daske et al., 2008; Li, 2010). Dit wijst op zich al op de mogelijk belangrijke rol van de toezichthouder zoals de AFM.

*Vraag 1.7 Kunt u aangeven in welke mate volgens u de invoering van de **Wet Toezicht Financiële Verslaggeving** in Nederland heeft bijgedragen tot het scheppen van het getrouwe beeld van vermogen en resultaat?*

Tabel 3.9: Belang van de Wtfv

Antwoord:	Aantal respondenten (percentage)	
1. In hoge/belangrijke mate	5	17.2%
2. In enige mate/enigszins belangrijk	13	44.8%
3. In geringe mate/geenszins belangrijk	8	27.6%
4. Geen mening/niet geantwoord	3	10.3%

Slechts een minderheid van 17% van de ondervraagden is van mening dat de introductie van de Wtffv echt een significante bijdrage heeft gedaan tot het scheppen van het getrouwe beeld van vermogen en resultaat bij ondernemingen, terwijl 28% de Wtffv als nauwelijks relevant ervaart in dit opzicht. De meerderheid vindt dat er een bijdrage is geleverd, maar veel beperkter dan de invoering van IFRS.

Van de vijf deskundigen die de Wtffv als relevant ervaren in het kader van het verkrijgen van een hoogwaardige kwaliteit van verslaggeving leggen er twee die realisatie bij de werkzaamheden van de AFM, terwijl de andere twee deskundigen vinden dat het vooral het bestaan van de wet is (eerder dan de manier waarop de AFM die heeft uitgevoerd) die ertoe geleid heeft dat verslaggeving merkbaar is verbeterd. Twee deskundigen vinden dat de Wta en de Wtffv een steun in de rug betekenen voor de externe auditoren.

Van de 21 deskundigen die de Wtffv slechts enigszins of helemaal niet relevant vinden, leggen 5 deskundigen de oorzaak bij de manier waarop de wet zelf is gestructureerd. Een gezamenlijke kritiek bij deze deskundigen is dat de wet in het burgerlijk recht vervat zit en niet in het bestuursrecht waardoor de AFM te weinig slagkracht zou hebben om op efficiënte en doeltreffende wijze aan toezicht te doen.

Echter, 16 van deze 21 deskundigen specificeren in hun antwoord op deze vraag dat de oorzaak niet zozeer bij de Wtffv ligt maar wel bij de manier waarop de AFM gebruik maakt van de wet. Volgens hen maakt de AFM op onvoldoende efficiënte wijze gebruik van de rechtsmiddelen die de Wtffv haar aanreikt en zijn er verbeteringen mogelijk in de wijze waarop de AFM toezicht houdt. Een meer gedetailleerde uiteenzetting hiervan is te vinden in sectie 4.1.3 en in sectie 6.2.1 van deze studie.

Twee deskundigen vinden dat het verhoogde toezicht van de AFM sanerend werkt, met andere woorden, het is voornamelijk de onderkant van de markt die erdoor beter wordt in termen van kwaliteit. De kwaliteit van de audit en van verslaggeving bij een aantal kleine fondsen en kleine ondernemingen lag en ligt nog steeds laag. Er is echter verbetering constateerbaar. Hier heeft de AFM duidelijk een positieve bijdrage aan geleverd.

Vijf deskundigen zijn de mening toegedaan dat de verslaggeving van dezelfde kwaliteit zou zijn geweest mochten noch de Wtffv noch de Wta bestaan hebben. Drie deskundigen zijn er echter van overtuigd dat er wel degelijk nood is aan een wettelijke regeling van financieel toezicht. Overigens is het zo dat geen enkele van de deskundigen een probleem

heeft met het toezicht dat de AFM kan uitoefenen op zich. Sommigen zijn er alleen niet van overtuigd dat het daadwerkelijk heeft geleid tot een significante verbetering.

*Vraag 1.8 Kunt u aangeven in welke mate volgens u de invoering van de **Wet Toezicht Accountantsorganisaties** in Nederland heeft bijgedragen tot het scheppen van het getrouwe beeld van vermogen en resultaat?*

Tabel 3.10: Belang van de Wta

Antwoord:	Aantal respondenten (percentage)	
1. In hoge/belangrijke mate	2	6.9%
2. In enige mate/enigszins belangrijk	7	24.1%
3. In geringe mate/geenszins belangrijk	6	20.7%
4. Geen mening/niet geantwoord	14	48.3%

Deze vraag wordt samen met de vorige vraag geëvalueerd.

*Vraag 1.9 Hebt u **ervaringen met aanbevelingen of aanwijzingen** die de **AFM** deed bij uw cliënten? Indien ja, vond u deze vragen een materieel belang vertegenwoordigen? Vond u deze vragen relevant in het kader van het streven naar het getrouwe beeld van vermogen en resultaat?*

Tabel 3.11: Ervaringen met mededelingen en aanbevelingen van de AFM

Antwoord:	Aantal respondenten (percentage)	
1. Heel relevant	2	6.9%
2. Enigszins relevante vragen / soms relevant, soms niet relevant	11	37.9%
3. Niet of weinig relevant	7	24.1%
4. Geen mening / Geen ervaring	9	31.0%

Van de 29 ondervraagden hebben er 20 ervaring gehad met het door de AFM uitgeoefende toezicht. De meeste accountants en alle CFOs en managers die we

geïnterviewd hebben, hebben op directe wijze kennis van de vragen die de AFM aan hun cliënten stelde. Daarnaast hebben ook een aantal juridische experts en gebruikers van financiële informatie kennis van de wijze waarop de AFM toezicht uitoefent. Opvallend daarbij is dat slechts twee deskundigen de ervaring hadden dat de AFM effectief vragen stelde die als materieel werden ervaren. De helft van de deskundigen vindt de vragen van de AFM in enige mate relevant, of in sommige gevallen wel relevant en in andere weer helemaal niet. Zeven deskundigen zijn de mening toegedaan dat de AFM vragen stelt die in de meeste gevallen helemaal niet relevant zijn en bijgevolg ook niet bijdragen aan de kwaliteit van verslaggeving. Deze deskundigen vragen zich dan ook af of het door de AFM uitgeoefende toezicht wel enige bijdrage levert aan de kwaliteit van financiële verslaggeving in Nederland.

Een heel frequent aangehaalde kritiek is dat de vragen van de AFM **te juridisch en te formeel** zijn (14 keer vermeld, op 20 deskundigen), **te weinig materieel** (13 keer vermeld) en in vele gevallen ook **te gedetailleerd** zijn (8 deskundigen vermelden dit). Een deskundige heeft het over een ‘schoonheidsdiscussie-achtige’ benadering van de AFM. Meerdere deskundigen zien niet in hoe de AFM meent met dergelijke weinig materiële mededelingen het vertrouwen in de kapitaalmarkt te laten toenemen en beleggers te beschermen tegen wanpraktijken. Sommigen maken hierbij wel de kanttekening dat de AFM tot op zekere hoogte niet anders kan dan op een juridische manier vragen te stellen aan bedrijven en telkens correct te verwijzen naar de bijhorende IFRS regel. Een aantal deskundigen zegt er meteen ook bij dat het niet per se ‘domme’ vragen zijn die de AFM stelt aan de ondernemingen. In vele gevallen worden de vragen als **correct en nauwgezet** ervaren (6 deskundigen die dit letterlijk vermelden). Volgens deze deskundigen doen de vragen die de AFM stelt wel degelijk ter zake en vraagt de AFM terecht naar een correcte toepassing zoals IFRS die voorschrijft. Echter, in vele gevallen is niet duidelijk of deze vragen wel relevant genoeg zijn en voldoende betrekking hebben op materiële zaken binnen de financiële verslaggevingcontext van een onderneming. De vragen lijken, zoals meerdere deskundigen verwoordden, te veel gebaseerd op ‘**form**’ en te weinig op ‘**substance**’ (8 deskundigen verwoordden dit fenomeen min of meer op deze wijze).

Waar velen zich in hoge mate aan storen is wat door meerdere deskundigen wordt omschreven als een ‘bitsige’ toon waarmee de AFM aan toezicht doet (9 deskundigen vermelden dit in hun antwoord op deze vraag). Ook het feit dat vele van de vragen nogal eens een detailniveau betreffen waarvan bij ondernemingen niet kan worden ingezien wat dit daadwerkelijk toevoegt aan het inzicht voor beleggers, leidt in de praktijk nogal eens tot irritatie. Dit kan volgens vele deskundigen beter, ook binnen de huidige regelgeving en bevoegdheden die de AFM heeft in de Wtfv. De AFM zou meer informatie van ondernemingen kunnen verkrijgen als ze op een andere manier zou communiceren met de ondernemingen. Drie van deze deskundigen vermelden er wel bij dat hier in de laatste jaren reeds een verbetering in is vast te stellen, maar dat het nog beter kan.

Twee deskundigen vinden de strenge toon van de AFM in haar communicatie met ondernemingen echter noodzakelijk, met het argument dat ondernemingen die opmerkingen anders toch naast zich neerleggen. Tenslotte vermeldt een CFO dat de relatie tussen zijn of haar onderneming en de AFM op goede voet verloopt en dat er geen problemen zijn in de communicatie met de AFM. Meer details over de inhoud en de manier van toezicht doen door de AFM en suggesties ter verbetering hiervan zijn te vinden in sectie 4.1 en sectie 6.2.

3.3.3 Analyse op basis van elektronische vragenlijsten

Achtergrond van de respondenten:

De analyse op basis van elektronische vragenlijsten is bedoeld als complementaire onderzoeksmethode aan de interviews. Het grote onderscheid met de vragen in de interviews is dat we in de vragenlijsten specifiek peilen naar het belang van alle aspecten van financiële verslaggeving en van een groot aantal (30 om precies te zijn) risico-indicatoren die al dan niet in het risicomodel van een toezichthouder aanwezig zouden moeten zijn. De vragen zijn met andere woorden heel wat technischer van aard. De specifieke rapporterings- en toezichtelementen waar naar gepeild wordt kunnen we enkel evalueren bij een publiek dat voldoende kennis en ervaring heeft met dit soort zaken. Vandaar dat we deze vragenlijst hebben uitgezet bij een publiek van accountants. Allen hebben een RA opleiding gehad en de meeste van de respondenten werken op de

vaktechnische afdeling van hun accountantsfirma. In totaal hebben 32 respondenten deze vragenlijst volledig ingevuld. Verder wordt in deze vragenlijst gepeild naar wat men verstaat onder kwaliteit van verslaggeving, de mate waarin IFRS, de Wtfv en het toezicht van de AFM hebben bijgedragen tot het tot stand komen van het getrouw beeld van vermogen en resultaat, alsook naar de mate waarin accountants communiceren met het audit comité van een onderneming en met het management van de onderneming. In het appendix kan de volledige vragenlijst teruggevonden worden.

Inhoud van de vragenlijst:

Bij het opstellen van de vragen in onze elektronische enquête werd beroep gedaan op adviezen en suggesties van diverse deskundigen (auditors en academici) die niet aan het onderzoek hebben deelgenomen als respondent of geïnterviewde. Op die manier waren we in staat om een accurate vragenlijst op te stellen zonder aan de onafhankelijkheid van de respondenten te raken.

De vragen in de enquête kunnen worden opgesplitst in twee delen, beide richten zich op toezicht en regelgeving met betrekking tot jaarverslaggeving. Het eerste gedeelte richt zich op hoe de huidige situatie er uit ziet, terwijl in het tweede gedeelte wordt gevraagd naar eventuele aanpassingen die de respondenten zouden willen zien om de kwaliteit van verslaggeving en/of toezicht te verbeteren. De volledige vragenlijst is bijgevoegd in het appendix.

Analyse van de kwaliteit van financiële verslaggeving

In de volgende paragrafen wordt een overzicht gegeven van onze belangrijkste bevindingen en resultaten uit de elektronische vragenlijsten. De vragen volgen een soortgelijke volgorde als de vragen in de interviews.

De eerste vragen van de enquête vragen de respondenten hun oordeel te geven over de invloed op de kwaliteit van verslaggeving van de recente wijzigingen in toezicht, voornamelijk via de Wtfv die meer macht voorziet voor de AFM als toezichthouder, en in regelgeving, vooral de invoering van IFRS als rapportage standaarden. Over het algemeen zijn de respondenten van mening dat de kwaliteit van de jaarverslaggeving is

toegenomen na IFRS en na invoering van de Wtffv. Jaarrekeningen geven volgens deze deskundigen een getrouwer beeld over de economische situatie waarin de onderneming verkeert. Het is minder waarschijnlijk dat de onderneming de winsten tracht te sturen in een bepaalde richting. Deze resultaten worden bevestigd door onze technische analyse over winstmanipulatie en winstegalisatie. Daarnaast hebben de ondernemingen doorgaans minder vrijheden in het bepalen van de balanswaarderingen van hun bezittingen. Dit leidt tot betere vergelijkbaarheid tussen ondernemingen en tot een getrouwer beeld van vermogen. Over het algemeen worden de huidige regels met betrekking tot de verschillende items die belangrijk zijn voor het opstellen van de jaarrekening als adequaat beschouwd.

De **regels** en richtlijnen voor de financiële verslaggeving worden door verschillende instituten opgesteld. De respondenten geven aan dat de IASB veruit als belangrijkste instituut wordt gezien met betrekking tot het opstellen van financiële verslaggevingregels, in overeenstemming met wat blijkt uit onze interviews. Daarnaast worden de richtlijnen die het Nederlandse instituut Raad voor de Jaarverslaggeving opstelt ook als belangrijk beschouwd. De Europese autoriteiten (CESR) worden ook als een relevant instituut beschouwd met betrekking tot het goedkeuren van regels aangaande de financiële rapportage van ondernemingen.

Naast het opstellen van regels en richtlijnen is het **toezicht** op de uitvoering van deze ook belangrijk. Van de verschillende instituten die moeten toezien op de kwaliteit van de jaarverslaggeving geven de respondenten aan dat het audit comité van de onderneming zelf de belangrijkste rol speelt. Het toezicht van de AFM wordt als tweede geplaatst wanneer we kijken naar de invloed die het toezicht heeft op de kwaliteit van de jaarverslaggeving. Ook voor het toezicht geldt dat het ministerie van financiën als minst belangrijke instituut wordt geclassificeerd. Over het algemeen zijn de respondenten van mening dat de toezichthouders ruim voldoende aandacht besteden aan alle onderdelen die als bepalend worden beschouwd voor de kwaliteit van de jaarverslaggeving.

Van de **instrumenten** die de AFM voor handen heeft worden de review van jaarrekeningen en het instrument van aanbeveling als bepalende factoren voor de kwaliteit van de jaarverslaggeving gezien. Dit bevestigt onze resultaten uit de interviews.

Daarnaast speelt de autoriteit van het audit comité ook een belangrijke rol. Dit is een belangrijk resultaat, aangezien we uit de interviews geen duidelijk antwoord kregen op de vraag of het audit comité nu een belangrijke rol speelt of niet in het tot stand komen van hoge kwaliteit van financiële rapportering. De respondenten geven hierbij ook aan dat de algemene kwaliteit van corporate governance significant is verbeterd gedurende de laatste jaren in Nederland. De respondenten vinden echter dat hierover onvoldoende wordt gecommuniceerd. Een laatste belangrijke conclusie is dat onze respondenten de bijdrage door de wetgeving (in casu de Wtfov) aan het getrouwe beeld slechts als beperkt beschouwen.

De invloed van de verandering in toezicht en regelgeving is niet gelijk voor alle ondernemingen. De respondenten zijn van mening dat over het algemeen **kleine ondernemingen** meer worden beïnvloed, zoals ook door twee van onze geïnterviewde deskundigen bevestigd wordt. Eveneens worden ondernemingen met complexe processen en ondernemingen werkzaam in de financiële sector sterker beïnvloed. Deze sectoren liggen meer in het vizier van de AFM, wat ook niet onlogisch is gegeven de maatschappelijke relevantie van de financiële sector. Een belangrijke zwakte die wordt aangeduid door de respondenten is het gebrek aan focus door regelgeving en toezicht met betrekking tot de informatie die verschaft wordt aangaande de toekomstige perspectieven van de onderneming en toekomstige risico's.

Verskillende respondenten geven aan meerdere keren **contact** te hebben gehad met de AFM. In verhouding is het aantal aanbevelingen en mededelingen dat door de AFM wordt gedaan echter beperkt. De vragen die de AFM stelt, worden over het algemeen als enigszins relevant beschouwd. De respondenten geven echter wel aan dat ze bedenkingen hebben met betrekking tot de materialiteit van de punten die door de AFM worden aangekaart. Het is niet helemaal duidelijk wat het verschil is tussen materieel en relevant. Wat wel duidelijk is, is dat ook hier de kritiek naar boven komt op de inhoud van de vragen die de AFM stelt: de vraag is misschien technisch wel correct en terecht, maar het is in vele gevallen niet van groot economisch belang. Dit commentaar wordt eveneens door verschillende geïnterviewden gegeven (zie sectie 3.3).

Eigenschappen van het audit proces:

De respondenten geven aan dat bij het vaststellen van de jaarrekening voor een onderneming er voornamelijk contact is met de CFO en andere managers van de onderneming. Het contact met het audit comité is echter beperkt, wat in contrast is met het aangegeven belang van dit instituut met betrekking tot het geven van een getrouw beeld van de economische situatie waarin de onderneming zich bevindt. Dit wijst mogelijk op een belangrijk corporate governance probleem dat bestaat binnen Nederlandse ondernemingen. Te frequent contact met de CFO en een te weinig competent en onafhankelijk audit comité kan ertoe leiden dat de auditor niet meer op accurate wijze de controletaken kan uitvoeren. Verschillende deskundigen vermelden wel dat er grote variatie bestaat tussen Nederlandse ondernemingen op gebied van kwaliteit en onafhankelijkheid van het audit comité.

4. Kwalitatieve evaluatie van de kwaliteit van financiële verslaggeving, van de Wtffv en van het door de AFM uitgevoerde toezicht op de financiële verslaggeving

In dit gedeelte van het onderzoek **evalueren** we de kwaliteit van financiële verslaggeving in Nederland voor beursgenoteerde ondernemingen gebaseerd op een grote bron van bewijs: op basis van inventarisatie van meningen van deskundigen via interviews en elektronische vragenlijsten.

4.1 Evaluatie op basis van interviews

In het tweede deel van de interviews zijn vragen gesteld naar mogelijke veranderingen of verbeteringen van financiële verslaggeving. Deze vragen hadden betrekking op een drietal zaken: mogelijke verbeteringen of veranderingen in verslaggevingregels (sectie 4.1.1), in de Wtffv (sectie 4.1.2) en in de werking van de AFM (sectie 4.1.3).

4.1.1. Suggesties ter verbetering van verslaggevingregels

Vraag 2.1. Indien u nu zelf de verslaggevingregels zou mogen opstellen, ontwerpen en aan ondernemingen opleggen zoals de IASB dat doet, welke wijzigingen en veranderingen zou u dan aanbrengen?

Algemene bevindingen:

Op deze vraag hebben 26 van de 29 geïnterviewden geantwoord, waarbij elke respondent meerdere voorstellen voor aanpassingen kon geven of punten van kritiek kon uiten.¹¹ De twee voorstellen die het vaakst werden genoemd zijn 1) het verminderen van de complexiteit in (waarderings)regels en een terugkeer naar meer “*principles-based*”

¹¹ De genoemde voorstellen voor verbeteringen in verslaggevingstandaarden zijn wellicht niet direct relevant voor aanpassingen aan de Wtffv en toezicht op verslaggeving. Echter, aangezien toezicht op verslaggeving nauw samenhangt met naleving van verslaggevingstandaarden, is volledigheidshalve ook gevraagd naar mogelijke verbeterpunten in verslaggevingstandaarden. Daarnaast kunnen de verzamelde voorstellen gebruikt worden als inbreng bij toekomstige besprekingen met de IASB.

verslaggevingstandaarden en 2) het verminderen van vereiste toelichtingen en informatieverplichtingen voor bepaalde bedrijven. Beide voorstellen hangen nauw met elkaar samen.

Het grote aantal aan regels onder IFRS en de complexiteit ervan wordt gehekeld door 10 van de geïnterviewden. Bij zes van deze deskundigen heerst het gevoel dat de toenemende omvang en complexiteit van IFRS leidt tot een steeds uitdijende en uitvoeriger wordende jaarrekening. Hierbij bestaat het gevaar dat gebruikers op den duur niet meer geholpen worden, terwijl het voor de ondernemingen in kwestie veel kosten met zich meebrengt om de jaarrekening op te stellen in overeenstemming met IFRS. Eén respondent gaf aan dat het opvolgen van regels belangrijker is geworden dan het weergeven van de algemene economische realiteit en dat accounting zelfs bepalend wordt voor het business model van een onderneming. Ook noemden enkele respondenten dat hierdoor “form over substance” teveel de overhand krijgt in verslaggevingregels: het voldoen aan de regels wordt belangrijker dan het rapporteren van de daadwerkelijke economische realiteit van een onderneming. Ook de complexiteit van waarderingsregels, vooral voor financiële instrumenten, werd als een probleem genoemd. Meerdere geïnterviewde deskundigen pleitten voor meer “principles-based” standaarden: standaarden die de onderliggende principes en concepten van goede verslaggeving weergeven, zonder gedetailleerd voor te schrijven hoe deze toegepast moeten worden in elke mogelijke situatie.

Het tweede voorstel werd hier door zes respondenten genoemd. Respondenten geven aan dat IFRS leidt tot teveel toelichtingen en te veel (vaak overbodige) informatieverplichtingen inhoudt. Dit maakt de jaarrekening te omvangrijk en schaadt ook de transparantie van financiële informatie en van informatie die er echt toe doet. Zoals ook uit eerdere paragrafen blijkt, kan een teveel aan informatie ook averechts werken en de transparantie van het jaarverslag doen verlagen. Een specifiek probleem dat door meerdere respondenten is genoemd, is het ontbreken van sectorspecifieke standaarden, wat in het bijzonder relevant is voor financiële instrumenten. Er wordt bijvoorbeeld geen onderscheid gemaakt in financiële instrumenten van financiële instellingen en van traditionele productieondernemingen, ook al zijn financiële instrumenten van laatstgenoemd type ondernemingen minder complex en geven de

vereiste toelichtingen in zulke gevallen weinig waardevolle informatie. Industriespecifieke standaarden, of in dit geval een scheiding tussen financiële en niet-financiële ondernemingen, zouden zulke problemen kunnen verminderen. Daarnaast gaven respondenten aan dat het nagaan van de informatiebehoefte van gebruikers, in het bijzonder analisten, kan bijdragen aan het opstellen en wijzigen van verslaggevingregels. Deze informatie kan inzichten geven in welke regels daadwerkelijk opgesteld of veranderd moeten worden en welke toelichtingen en informatie gebruikers nodig hebben (wat ook de hoeveelheid toelichtingen kan verminderen).¹²

Individuele voorstellen:

Onderstaande lijst geeft de resterende voorstellen en kritiek op de huidige IFRS regels weer.¹³

1. Meer transparantie over dochterondernemingen die niet volledig eigendom van de moederfirma zijn: het gebruik van proportionele accounting geeft meer informatie dan volledige consolidatie (3).
2. Voorzichtig omspringen met de balansbenadering: men moet zich meer richten op het tonen van het juiste winst- of verliescijfer dan op de balans (2).
3. Antimisbruik regels (bijvoorbeeld voor hedging instrumenten) zijn te zwaar, de toezichthouder is er juist om misbruik tegen te gaan, dit hoeft niet in IFRS opgenomen te worden (2).
4. Minder nadruk op fair value in verband met problemen in de praktische toepassing ervan, zoals correcte schatting van fair values.
5. Er moet (meer) gerapporteerd worden over:
 - a. Financiële ratio's die in kredietovereenkomsten worden gebruikt.
 - b. Strategie van ondernemingen (bijvoorbeeld specifieke risico's en kansen).

¹² Ter voorbeeld, een respondent geeft aan dat hedge accounting beter moet aansluiten bij de informatiebehoefte van gebruikers.

¹³ Het aantal keer dat een voorstel is genoemd staat tussen haakjes achter het voorstel. Als er geen getal bij staat, is het voorstel door één respondent genoemd.

4.1.2. Suggesties ter verbetering van de Wtfv¹⁴

*Vraag 2.2. Indien u nu zelf de Wet toezicht financiële verslaggeving in Nederland zou mogen inrichten en elke verandering aanbrengen die u wenst, welke **veranderingen** zou u dan overwegen?*

We merken eerst op dat het bij deze vraag aanbevelingen betreft aangaande wijzigingen in de Wtfv die respondenten maken *zonder* dat daarbij specifieke wijzigingen in de wet worden gedaan door de interviewers. Deze wijzigingen beschouwen we dan ook als spontane suggesties.

Naast het aantal respondenten voor elk voorstel, geven we ook statistische informatie over de *betrouwbaarheid* van dit resultaat in appendix VI. Zoals uitgebreid uitgelegd in sectie 3.3.1 is het met behulp van betrouwbaarheidsintervallen mogelijk om een schatting te maken van de kans dat een bepaald voorstel, dat x aantal keren wordt gedaan door de deskundigen in de steekproef, ook door de volledige populatie aan deskundigen zou worden gedaan indien we alle deskundigen hadden ondervraagd. We veronderstellen hierbij een populatie van deskundigen van 200. Resultaten zijn robuust voor populaties van 500 en 1000 deskundigen.

De antwoorden op deze vraag worden in tabel 4.1 weergegeven. Een meerderheid van 17 op 25 respondenten die op deze vraag antwoordden is van mening dat de Wtfv op dit moment geen fundamentele wijzigingen behoeft. Dit is een hoog aantal. Het betrouwbaarheidsinterval geeft hierbij aan dat we met een betrouwbaarheid van 95% kunnen stellen dat het werkelijke percentage uit de totale populatie aan deskundigen dat vindt dat er *geen* wetswijzigingen nodig zijn tussen de 51% en de 85% ligt. Een reden die hierbij vaak wordt vermeld is dat de Wtfv nog te kort van kracht is, waardoor het niet duidelijk is dat er wijzigingen nodig zijn. Over het geheel genomen zijn respondenten eerder de mening toegedaan dat de toepassing en het gebruik van de Wtfv door de AFM, en niet zozeer de Wtfv zelf, voor verbetering vatbaar is.

¹⁴ Het vraagstuk van de juridische positionering van Wtfv wordt in sectie 2 van dit rapport besproken.

Tabel 4.1 Voorstellen ter verbetering van de Wtfv (vraag 2.2)

Antwoord	Aantal respondenten of aantal keer genoemd¹⁵
Geen fundamentele wijzigingen nodig en/of wenselijk	17
Geen mening / geen wijzigingen voorgesteld	4
Voorgestelde aanpassingen:	
a) Meer vrijheid om informatie op te vragen en naleving te eisen	4
b) Verlenging termijn gang naar Ondernemingskamer (6 – 9 maanden)	4
c) Informatie uitwisseling tussen AFM afdelingen mogelijk maken	3
d) Reikwijdte Art 2:452 BW uitbreiden	2
e) Wet op toezicht op Europees niveau regelen	2
f) Informatie toetsen buiten IFRS (bv. voldoen aan regulatory capital ratios)	1
g) Openbaarheid briefwisseling tussen AFM en ondernemingen	1
h) Meer informatie-uitwisseling tussen AFM en DNB (ook openbaar bekend maken)	1
i) Verduidelijking in de wet wanneer informatie gedeeld wordt	1
j) AFM zelf persbericht naar buiten laten brengen over aanbevelingen	1
k) Formele bevoegdheden verminderen	1

We maken hierbij wel de opmerking dat enkele (maar niet alle) gebruikers van financiële informatie van mening verschillen met de overige categorieën van stakeholders die deel hebben genomen aan dit onderzoek. Een deel van de geïnterviewde gebruikers van financiële informatie zijn voorstander van veranderingen in de Wtfv, vooral op het gebied van uitbreiding van de bevoegdheden van de AFM (zoals bevoegdheden om informatie in te winnen bij ondernemingen). Echter, specifieke wijzigingen of punten waar de Wtfv kan veranderen worden niet veel aangegeven. Een ander deel van de gebruikers zijn eerder de mening toegedaan dat de AFM op dit moment nog te weinig lang toezicht

¹⁵ Hoewel 17 respondenten aangeven dat er geen fundamentele wijzigingen nodig zijn, noemen sommige van deze respondenten toch enkele (kleinere) zaken die aangepast kunnen worden. Wederom is het zo dat elke respondent meerdere voorstellen kan doen, waardoor het totaal aantal reacties niet gelijk is aan het aantal respondenten. Dit is ook van toepassing op de overige tabellen in deze sectie, behalve tabellen 4.5 en 4.6.

uitoefent om een grote wijziging in de Wtffv te verantwoorden. Belangrijker is voor hen dat de AFM voldoende respect en expertise opbouwt bij de gecontroleerde ondernemingen. Dit is tot nog toe te weinig het geval, maar het gaat de goede kant op. Specifiek zijn een aantal deskundigen van mening dat de AFM meer vrijheid zou moeten hebben in het kunnen opvragen van informatie bij ondernemingen en dat de AFM een langere periode zou moeten hebben waarin ze aanbevelingen kunnen uitvaardigen. Belangrijk is de suggestie van 2 respondenten om de reikwijdte van art 2: 452 BW uit te breiden zodat de AFM via de Ondernemingskamer niet alleen ondernemingen kan verplichten om met de gewenste informatie over de brug te komen, maar om ondernemingen ertoe te dwingen aanbevelingen van de AFM op te volgen. Dit zou mogelijk zijn door een vrij simpele wijziging in de huidige wetgeving: bijvoorbeeld een nieuw artikel 2:447 BW zou er in kunnen voorzien dat de AFM niet alleen om een herziening kan vragen maar ook om naleving van een aanbeveling. De reputatieschade die ondernemingen zouden oplopen door een dergelijke procedure zou volgens ons wellicht even drastisch zijn als bij een vernietiging van de jaarrekening zelf. Ook valt te verwachten dat de Ondernemingskamer zich inhoudelijk nog over de materie zal buigen. De overige voorstellen betreffen de openbaarheid waarin de AFM te werk gaat (punten f – j). Zo zou de AFM ook informatie in de jaarrekeningen die niet onder IFRS valt (bvb capital tier ratios) moeten toetsen en controleren. Daarnaast vindt één respondent dat de hoofdpunten van de briefwisseling tussen de AFM en ondernemingen openbaar gemaakt moeten kunnen worden. Daarnaast vindt één van de deskundigen ook dat de AFM zelf de bevoegdheid moet krijgen om een aanbeveling openbaar te maken, in plaats van deze verantwoordelijkheid voornamelijk bij de onderneming te plaatsen. Hierdoor zou de AFM meer controle hebben over het tijdstip en verwoording van het bekendmaken van de aanbeveling. Ook vindt één respondent dat de communicatie tussen de DNB en de AFM verhoogd moet worden en ook in de openbaarheid gedaan moet kunnen worden. Tot slot is één respondent ook voorstander van het verminderen van de bevoegdheden van de AFM (punt k). De reden die hiervoor werd gegeven is om ervoor te zorgen dat de AFM juist minder formeel te werk gaat en zich meer gaat richten op het leveren van controles op de inhoud en “substance” van jaarrekeningen.

Conclusie

Een meerderheid van deskundigen acht fundamentele wijzigingen in de Wtfv onnodig. Het betrouwbaarheidsinterval rond deze parameter duidt aan dat dit cijfer met hoge betrouwbaarheid generaliseerbaar is naar de totale populatie van deskundigen. We vinden ook dat dit resultaat robuust is voor alternatieve wegingen in de meningen van respondenten.

4.1.3. Suggesties ter verbetering van de werkwijze van de AFM

In deze sectie bespreken wij allereerst de vragen die betrekking hebben op de huidige werking van de AFM (vraag 2.3). Daarna komen de vragen over de bevoegdheden van de AFM uitgebreid aan bod (vragen 2.4 t/m 2.7). Belangrijk is hierbij op te merken dat het onder vraag 2.3 aanbevelingen betreft die respondenten maken *zonder* dat daarbij specifieke wijzigingen in de bevoegdheden of in de manier van toezicht houden werden gedaan door de interviewers. Deze wijzigingen kunnen met andere woorden als spontane suggesties beschouwd worden.

*Vraag 2.3. Indien u nu zelf bevoegd zou zijn voor het **algemene toezicht op financiële verslaggeving** in Nederland, zoals de AFM dat nu is, welke veranderingen in toezichtactiviteiten zou u dan aanbrengen?*

Op deze vraag gaven respondenten zowel veranderingen in toezichtactiviteiten aan als mogelijke verbeteringen in de werkwijze van de AFM. Van de 29 deskundigen gaven 23 een gedetailleerd antwoord op deze vraag. Naast het aantal keer dat elk voorstel wordt gedaan door onze geïnterviewden, geven we ook statistische informatie over de *betrouwbaarheid* van dit resultaat in appendix VI.

De reacties worden in tabel 4.2 gerapporteerd. Slechts 3 respondenten geven aan dat er *niets* hoeft te veranderen aan de werking van de AFM en aan hun manier van toezicht houden. Met andere woorden, een overduidelijke meerderheid vindt dat de AFM op een andere manier aan toezicht dient te doen en dat het huidige toezicht op de financiële verslaggeving duidelijk voor verbetering vatbaar is. Deze meerderheid bestaat uit

accountants, preparers, juridische experts alsook uit beleggers en gebruikers van financiële informatie.

Tabel 4.2. Voorstellen toezichtactiviteiten en werking van de AFM (vraag 2.3)

Voorstel	Aantal keer vermeld
Geen fundamentele wijzigingen nodig in werking van de AFM	3
Geen mening/geen specifieke wijzigingen voorgesteld	6
Voorgestelde aanpassingen:	
a) Meer aandacht voor controle van de materialiteit van rapportering in plaats van voldoen aan alle IFRS standaarden bij desktop reviews	15
b) Andere toon en houding in communicatie met bedrijven	13
c) Meer luisteren naar het standpunt van ondernemingen en rekening houden met inspanningen die bedrijven moeten doen om vragen van de AFM te beantwoorden	6
d) Betere rapportering door de AFM over toezichtactiviteiten	4
e) Efficiënter te werk gaan, bijvoorbeeld desktop review selectieproces opdelen, huidige signalen direct opvolgen	4
f) Gebruik maken van de Ondernemingskamer (sneller zaken durven aanspannen)	4
g) Raad van advies instellen bestaande uit ervaren professionals/Blijvend aandacht voor kwaliteit van het personeel	4
h) Verlenging van de termijn van 10 dagen om de AFM van antwoord te dienen op de geuite twijfel	3
i) Panel-gewijze <i>bottom-up</i> aanpak	2
j) Terugkoppeling AFM naar International Accounting Standards Board over toepasbaarheid van standaarden	1
k) AFM moet <i>niet</i> IFRS interpreteren	1
l) Meer pre-clearance (vragen aan de AFM vóór opstellen rapportering)	1

De twee meest voorkomende opmerkingen betreffen de huidige **focus** in desktop reviews en de **communicatie** van de AFM met ondernemingen (punten a en b).¹⁶ Wij bevinden dat 15 respondenten (of twee derde van de respondenten op deze vraag) de AFM sterk

¹⁶ Deze twee zaken werden ook al eerder in het rapport aangehaald bij de bespreking van de resultaten van het eerste deel van de interviews.

aanraden haar focus van het toezicht te veranderen wat de materialiteit in haar vragen betreft. Dertien respondenten zijn de mening toegedaan dat de AFM er goed aan zou doen haar manier van communiceren te veranderen.¹⁷

Ad a) en g): Vijftien deskundigen geven expliciet aan dat de AFM haar controles meer moet richten op de materiële en relevante zaken en minder op de details. Eén respondent geeft aan dat het doel van de AFM is om ervoor te zorgen dat de informatie die een onderneming verschaft aan kleine beleggers een representatief beeld geeft van de onderneming.¹⁸ De AFM moet zich weliswaar wel beroepen op correcte toepassing van IFRS, maar mag niet het oogpunt van materialiteit vergeten. Zoals ook blijkt uit de resultaten van het eerste deel van de interviews en elektronische vragenlijsten, zijn respondenten van mening dat de dektop reviews technisch correct worden uitgevoerd, maar zich al te vaak richten op het nagaan of alle mogelijke, wellicht minder relevante of onnodige, toelichtingen en disclosure items zijn vermeld. Veel deskundigen vragen zich af of de vragen die de AFM stelt en de wijzigingen in de jaarrekeningen die daarop volgen eigenlijk wel het getrouw beeld van vermogen en resultaat verhogen.

Desktop reviews die zich meer zouden richten op het controleren van de kern van verslaggeving hebben als mogelijk voordeel dat de efficiëntie van de AFM omhoog gaat, daar minder tijd en middelen besteed wordt aan het controleren van alle details die mogelijk niet van dermate belang zijn voor gebruikers van jaarrekeningen. Ook is één respondent van mening dat het stellen van materiële en relevante vragen bij ondernemingen positiever opgevat zal worden en de AFM hiermee ook meer respect zal krijgen. Dit draagt mogelijk ook bij aan de welwillendheid van ondernemingen om de toezichthouder van relevante informatie te voorzien. Wel is hierbij van belang dat de

¹⁷ Uit appendix VI blijkt trouwens dat de kans dat uit de totale populatie aan deskundigen deze twee opmerkingen *niet* naar voren zou komen statistisch nagenoeg nul is. Het werkelijke percentage dat deze mening erop nahoudt, ligt met een kans van 95% tussen de 47% en de 83%. Met andere woorden, **minstens** 47% van *alle* deskundigen in Nederland roept de AFM op om meer aandacht te besteden aan de materialiteit van de gestelde vragen en **minstens** 38% van *alle* deskundigen vindt dat de toon van de AFM in het communiceren met bedrijven moet veranderen. Deze conclusies veranderen niet wanneer alternatieve gewichten worden gegeven aan verschillende groepen van deskundigen en stakeholders.

¹⁸ De insteek hierbij is dat het niet altijd noodzakelijk is om aan alle vereiste toelichtingen onder IFRS te voldoen om toch een goed beeld van een onderneming te krijgen. Dit sluit ook aan bij de antwoorden op vraag 2.1, waar respondenten van mening waren dat IFRS teveel onnodige toelichtingen vereist in bepaalde gevallen en voor verbetering vatbaar is.

AFM bij gebruikers van jaarrekeningen nagaat welke informatie zij essentieel achten in financiële verslaggeving en haar controles op deze punten toespitst.¹⁹

Twee concrete suggesties om deze doelstellingen te bereiken gaan als volgt. De AFM kan ten eerste in haar verzoeken om toelichtingen een duidelijk onderscheid maken tussen vragen die van materieel belang zijn en deze als hoofdpunten in de brieven opnemen, en vragen over details in de jaarrekening, welke verwezen kunnen worden naar een bijlage bij de brieven. Daarnaast kan de AFM ook denken aan het instellen van een adviesraad bestaande uit zeer ervaren professionals, die kan meedenken over veranderingen in de aanpak van de AFM en kan bijdragen aan betere communicatie met ondernemingen (zie punt b).

Ad b): Dertien respondenten van diverse instanties zijn van mening dat de AFM zich – vooral in het begin – zeer wantrouwig opstelt tegenover ondernemingen. Dit ziet men vooral terug in de brieven van de AFM met een verzoek tot verdere toelichtingen, waarin volgens respondenten op onvriendelijke wijze en met veel complexe en juridische termen om nadere informatie wordt gevraagd. De respondenten zijn van mening dat deze manier van benadering niet bijdraagt aan de welwillendheid van ondernemingen om mee te werken aan dergelijke verzoeken. Ze geven aan dat het naar hun mening beter was geweest om vooral in het eerste contact op informelere en constructievere manier ondernemingen te benaderen en meer de dialoog te zoeken met ondernemingen.

Hierbij moet ook opgemerkt worden dat enkele respondenten vinden dat de AFM over de jaren heen hier wel in is veranderd en dat er nu wel meer de dialoog met ondernemingen wordt opgezocht, hoewel dit volgens respondenten zeker nog voor verdere verbetering vatbaar is. Daarnaast gaven enkele respondenten van de gebruikerskant juist aan dat de AFM goed haar werk doet en dat zij minder vertrouwen hebben in de onafhankelijkheid van accountants, wat het wantrouwen en de invalshoek van de AFM verklaart. Daarnaast staat punt b haaks op de mening van twee andere respondenten van de gebruikerskant, die juist pleiten vóór de gekozen juridische en strenge benadering omdat dit ervoor zou zorgen dat de ondernemingen voldoen aan een verzoek om toelichting. Deze mening

¹⁹ Zie ook de suggesties voor verder onderzoek voor de AFM in sectie 6.2.4, waar een aantal respondenten aangeeft dat er meer onderzoek gedaan moet worden naar het nut van standaarden en verslaggeving voor gebruikers.

wordt echter niet gedeeld door andere geïnterviewde gebruikers van financiële informatie. Een andere deskundige is dan weer de mening toe gedaan dat de AFM beter eerst op informele wijze informatie probeert te bemachtigen.²⁰

Een andere vaak gehoorde opmerking is dat de voertaal van de AFM altijd Nederlands is, terwijl van vele ondernemingen het management Engelstalig is. Het zou de AFM als toezichthouder passen om op dit punt professioneler te zijn en de vragen in het Engels te stellen. Zo is de kans op ruis tijdens de vertaling trouwens ook minder groot en is de AFM dus ook beter af. De kans op een foutieve interpretatie van de vraag van de AFM bestaat niet meer wanneer de AFM zelf de vraag formuleert.

Ad c) en h): Zes respondenten geven aan dat de AFM meer rekening kan houden met de inspanningen die bedrijven moeten verrichten om de vragen van de AFM te beantwoorden. Er wordt doorgaans bij de AFM vanuit gegaan dat ondernemingen binnen tien dagen toelichting geven op vragen naar aanleiding van de desktop review. Een factor die dit bemoeilijkt is opnieuw dat sommige ondernemingen de brieven van de AFM eerst naar het Engels moeten vertalen, daar een gedeelte van het bestuur bij desbetreffende ondernemingen niet Nederlandstalig is. Ook geven respondenten aan dat meerdere partijen bij de onderneming geconsulteerd moeten worden bij de beantwoording van de vragen (zoals het bestuur, accountants, audit comité en advocaat), wat niet altijd mogelijk is binnen de gestelde termijn. Eén van de geïnterviewden geeft wel aan dat de AFM soepel omgaat met de officiële termijn van tien dagen en indien nodig uitstel verleent. Echter, het is voor ondernemingen onduidelijk wanneer wel en niet uitstel wordt verleend. Bovendien, als de AFM vaak uitstel toekent, is het volgens twee respondenten de vraag of de (standaard)termijn van tien dagen niet uitgebreid moet worden.

²⁰ Zoals uit het betrouwbaarheidsinterval (appendix VI) formeel blijkt, is de kans dat de gehele populatie aan deskundigen in Nederland *geen* probleem heeft met de toon van de AFM in hun brieven en/of de manier van communicatie met bedrijven die de AFM erop nahoudt zo goed als nul. Dit geldt eveneens voor de materialiteit van de vragen van de AFM (punt a). We kunnen dus stellen dat de totale populatie aan deskundigen inzake financiële verslaggeving en toezicht in Nederland de mening is toegedaan dat de AFM informeler te werk dient te gaan en zich meer dient te richten op materiële zaken in de jaarrekening.

Ad d): Vier respondenten geven aan dat de AFM haar toezichtactiviteiten consistent en zorgvuldiger moet toelichten in haar jaarverslag. Het is voor buitenstaanders niet altijd duidelijk hoeveel ondernemingen worden gecontroleerd en wat de resultaten hiervan zijn. Een detailanalyse van deze suggestie gebeurt in sectie 6.2.

Ad e): Vier respondenten geven expliciet aan dat de AFM efficiënter te werk moet gaan. Een voorstel om dit te bewerkstelligen is reeds benoemd onder punt a (namelijk focussen op materiële zaken). Om ook de effectiviteit van toezicht te verbeteren is een voorstel het opdelen van het desktop review selectieproces. Enerzijds kan het huidige selectieproces blijven bestaan, waarbij op voorhand wordt bepaald welke ondernemingen aan een desktop review zullen onderworpen worden. Anderzijds kan de AFM haar controles baseren op signalen in de huidige, *meest recente* jaarrekening. We denken hierbij aan signalen zoals vreemde patronen in accruals, plotse terugval in liquiditeit, solvabiliteit en/of rendabiliteit. In paragraaf 6.2 komen andere voorstellen betreffende het risicoanalyse model en onderzoeken uitgebreid aan bod.

Ad f): Vier respondenten maakten de opmerking dat de AFM meer gebruik kan en moet maken van de Ondernemingskamer. Er werd opgemerkt dat de AFM zich bijvoorbeeld meer kan beroepen op art 2:452 BW, waardoor het opvragen van informatie van ondernemingen afgedwongen kan worden indien hier noodzaak toe is. Uit vraag 2.5 blijkt ook dat veel respondenten dit een goede bevoegdheid vinden.²¹

Ad i) – l): Twee geïnterviewden stellen voor om een *bottom-up* aanpak te hanteren op basis van een panel van deskundigen, eerder dan de *top-down* benadering zoals dat nu veel te veel het geval is. Een dergelijk panel zou kunnen bestaan uit vertegenwoordigers van de AFM, beursgenoteerde ondernemingen en academici. Daarmee zouden ook de toezichtsactiviteiten wijzigen en in ieder geval verbreden en verdiepen en minder gericht zijn op het eendimensionale vraag- en antwoordsysteem dat momenteel centraal staat. Een andere respondent merkt op dat de AFM een belangrijke rol kan hebben in het

²¹ Opmerkingen a) tot en met g) worden elk door een significant aantal deskundigen aangehaald, aangezien de procentuele kans dat deze voorstellen worden gedaan door de totale populatie telkens op meer dan 95% uitkomen.

overbrengen van de toepasbaarheid van verslaggevingstandaarden aan de IASB, door het proces van de desktop reviews en het contact met ondernemingen over de applicatie van IFRS in verslaggeving. Ook stelde één respondent voor om meer pre-clearance mogelijk te maken, zodat een onderneming bij twijfel over de toepassing van standaarden hierover met de AFM kan praten vóór het opstellen van verslaggeving. Wel is het volgens respondenten belangrijk dat de AFM ervoor waakt niet IFRS zelf te interpreteren en ondernemingen aan haar interpretatie van verslaggevingstandaarden te houden (punt j). We verwijzen hierbij ook naar het gevaar dat ons gesignaleerd wordt de door ons geïnterviewde Duitse deskundige die empirisch heeft vastgesteld dat in Duitsland de toezichthouder meer en meer zelf de boekhoudregels interpreteert in plaats van dit over te laten aan de onderneming (zie antwoorden en reacties op vraag 2.7 in deze sectie).

*Vraag 2.4. Indien u nu zelf de **bevoegdheden** van de AFM zou mogen aanpassen, zou u deze dan uitbreiden, gelijk houden maar eventueel aanpassen, of eerder verminderen?*

Tabel 4.3 Algemene omvang bevoegdheden

Antwoord	Aantal respondenten (percentage)	
Uitbreiden	5	17.2%
Gelijk houden	17	58.6%
Gelijk houden met kleine aanpassingen	4	13.8%
Verminderen	1	6.9%
Geen mening/ geen antwoord	2	3.4%

De distributie van de reacties is grotendeels gelijk aan die bij vraag 2.2. Een grote meerderheid van 22 respondenten is van mening dat de AFM voldoende bevoegdheden heeft, waarvan er 4 vinden dat een aantal kleine wijzigingen mogelijk zijn. Enkele respondenten noemen hierbij ook dat het belangrijk is dat de AFM niet de bevoegdheden van de Ondernemingskamer moet krijgen (dus dat rechterlijke tussenkomst belangrijk is voordat ingrijpende maatregelen als sancties worden ingezet). Het gevaar van een dergelijke bevoegdheid kan zijn dat interpretaties van IFRS door de AFM als leidende standaard zullen gelden, wat niet tot de rol van een toezichthouder behoort. Eén respondent vermeldt dat als de AFM moet toezien op de correcte toepassing van standaarden, dit ook plaats kan vinden door te toetsen of de assumpties die

ondernemingen maken redelijk zijn. Indien de AFM van mening is dat dit niet het geval is, dan kan de AFM volgens de respondent via het huidige instrumentarium voldoende maatregelen nemen om dit te corrigeren. Andere ongewenste gevolgen van het verlenen van een bestuursrechterlijke bevoegdheid zijn reeds besproken in sectie 2.

Vijf respondenten geven aan dat de bevoegdheden van de AFM uitgebreid moeten worden, omdat zij van mening zijn dat vooral op het punt van informatie opvragen bij ondernemingen de AFM onvoldoende slagkracht heeft. Het betreft hier onder andere enkele gebruikers van financiële informatie, alsook het contact bij CESR. CESR geeft aan dat het tot een situatie wenst te komen waarbij alle Europese nationale toezichthouders gelijke bevoegdheden hebben. Voor de AFM zou dit inhouden dat zij meer bevoegdheden zou moeten krijgen, voornamelijk wat het opvragen van informatie bij ondernemingen betreft. In Nederland komt het voor dat ondernemingen beslissen om vragen van de AFM naast zich neer te leggen. Dit is veel minder het geval in Frankrijk en Duitsland. Bij de volgende vraag wordt uitgebreider ingegaan op mogelijke aanpassingen in specifieke bevoegdheden.

Eén respondent vindt dat de bevoegdheden van de AFM verminderd moeten worden, in overeenstemming met het antwoord dat desbetreffende respondent bij vraag 2.2 gaf.

*Vraag 2.5. Indien u nu zelf de bevoegdheden van de Nederlandse autoriteit voor financiële verslaggeving zou mogen aanpassen, hoe zou u dit dan aanpakken voor volgende **specifieke bevoegdheden**?*

Middels vraag 2.5 is respondenten gevraagd hun mening te geven over het al dan niet aanpassen van een aantal specifieke toezichtaspecten en bevoegdheden van de AFM. Hierbij wordt wel *specifiek* gevraagd naar de mening van de deskundigen over elk van deze mogelijke wijzigingen in de Wtftv en/of de bevoegdheden van de AFM, in tegenstelling tot vraag 2.2 en vraag 2.3 waarbij we deze vraag in een algemene vorm stelden. De AFM heeft zich publiekelijk al een voorstander getoond van een aantal van

deze voorstellen.²² Met het stellen van deze vraag willen wij meer inzicht geven in de voor- en nadelen van het aanpassen van deze bevoegdheden. Een samenvatting van de antwoorden staat in tabel 4.4, hieronder volgt een toelichting op de argumenten voor en tegen elk voorstel.

Tabel 4.4 Specifieke wijzigingen in de Wtfov en/of bevoegdheden van de AFM

Voorstel	Tegen	Neutraal	Voor	Geen mening
a. Verlenging van de termijn waarbinnen de AFM een procedure bij de OK aanhangig moet maken (van 6 naar 9 maanden).	15 ²³	2	10	2
b. Het recht verlenen om een verzoek tot naleving van een aanbeveling bij de OK in te dienen.	2	6	16	5
c. De AFM het recht verlenen om inzage te krijgen in documenten van een beursfonds zonder hiervoor een toelichting of specifieke reden te moeten geven.	17	2	8	2
d. De AFM het recht verlenen om inzage te krijgen in documenten van de auditor van een beursfonds zonder hiervoor een toelichting of specifieke reden te moeten geven.	22	3	2	2
e. Uitwisseling van informatie tussen afdelingen binnen de AFM toestaan of stimuleren.	13	4	7	5
f. Concentratie van verschillende afdelingen binnen de AFM.	11	0	5	13
g. Uitwisseling van informatie met andere toezichthouders buiten de AFM toestaan of stimuleren.	7	0	12	10

Ad a): Zoals hierboven vermeld, heeft de AFM zich voorstander getoond van dit voorstel. De AFM beargumenteert dat het niet mogelijk is om binnen zes maanden het onderzoek naar een jaarverslag te voltooien, mede vanwege Europese afstemming. Tien

²² Op 18 oktober 2010 heeft de AFM een wetgevingsbrief naar het Ministerie van Financiën gestuurd, waarin de AFM onder andere bericht over de omvang van haar bevoegdheden onder de huidige Wtfov. Zie: <http://www.findinet.nl/bedrijfsvoering/docs/afm261010.pdf>.

²³ 1 respondent in deze categorie is voor verkorting van de periode.

respondenten (of 34% van de respondenten) waaronder alle gebruikers zijn ook van mening dat de toezichthouder meer tijd moet krijgen om het onderzoek uit te voeren, waarvan twee respondenten wel vinden dat de AFM moet bewijzen met deze verlenging effectiever toezicht te houden. Twee respondenten staan neutraal (tot positief) tegenover het voorstel en menen dat de zorgvuldigheid niet in het gedrang moet komen wegens tijdgebrek. Wel is een van deze respondenten van mening dat dit voorstel gepaard moet gaan met een verlenging van de periode waarbinnen de onderneming een antwoord dient te geven aan de AFM.

Echter, de meerderheid van respondenten (52%) is tegen deze maatregel. Vijftien respondenten vinden dat de zes maanden die er nu voor staat voldoende is om een review af te ronden. Ten eerste vinden respondenten dat de efficiëntie van de AFM omhoog moet door veranderingen in desktop reviews aan te brengen. Dit sluit ook aan bij enkele eerdere opmerkingen en suggesties om de werking van de AFM te verbeteren. Ten tweede geven respondenten aan dat de AFM eerder met haar onderzoek kan beginnen, daar de jaarrekening vóór het moment van vaststelling reeds op internet beschikbaar is.²⁴ Ten derde, hoewel enkele respondenten wel begrip kunnen opbrengen voor deze vraag van de AFM, weegt dit volgens hen niet op tegen het nadeel van tijdigheid van informatie. Het nadeel in kwestie is dat door deze suggestie ondernemingen pas op een laat moment uitsluitel hebben of zij niet problemen krijgen met de jaarrekening van het voorgaande jaar.

Als voorbeeld geeft een van de respondenten aan dat met de huidige periode van zes maanden, de AFM pas zekerheid geeft over de jaarrekening van het voorgaande jaar als een onderneming al bezig is met het opstellen van de jaarrekening voor dit jaar. Als vierde tegenargument meent een aantal tegenstanders dat de verlenging weinig zin heeft, aangezien gebruikers wellicht deze informatie over een jaarrekening uit het verleden niet meer relevant zullen vinden. Het is echter niet duidelijk of dit werkelijk het geval is, aangezien alle geïnterviewde gebruikers vóór een verlenging zijn.

Tot slot werd als tegenargument gegeven dat het niet beslist nodig is om via de Ondernemingskamer een proces aan te spannen om een onderneming aan te pakken. Het

²⁴ Volgens één van de geïnterviewde auditors is de jaarrekening zelf 42 dagen van tevoren al beschikbaar en wordt er volgens meerdere respondenten vóór vaststelling in de meeste gevallen niets in veranderd.

publiekelijk bekend maken van ernstige fouten in de jaarrekening is een andere manier om dergelijke informatie te communiceren en heeft ook negatieve gevolgen voor de onderneming. De vraag is dus wanneer het zin heeft om een herziening van de jaarrekening formeel af te dwingen via de Ondernemingskamer.

Ad b): Bij deze vraag zijn 16 respondenten (55%) van mening dat de AFM de bevoegdheid moet krijgen om een onderneming te verplichten een aanbeveling op te volgen. In bredere zin is in de interviews naar voren gekomen dat voorstanders vinden dat naleving van een verzoek tot informatie ook afgedwongen moet kunnen worden bij de Ondernemingskamer. Echter, deze bevoegdheid is volgens enkele respondenten al opgenomen in art 2: 452 BW, waarin wordt beschreven dat de AFM een dergelijk verzoek bij de Ondernemingskamer kan indienen. Dit klopt niet helemaal aangezien het in dit artikel niet gaat om een formele bevoegdheid om een aanbeveling afdwingbaar te maken, maar wel om ondernemingen te verplichten voldoende gevolg te geven aan het verzoek van de AFM tot verdere toelichting. Het voorzien van een artikel in de wet om aanbevelingen afdwingbaar te maken zou een *logische juridische tussenstap* inhouden tussen het verzoek tot meer informatie en het starten van een formele procedure tot vernietiging van de jaarrekening.

Sommige deskundigen opperen echter dat er in feite weinig verschil zou bestaan tussen deze twee laatste procedures aangezien ze beide significant negatieve gevolgen zullen hebben voor de reputatie van de ondernemingen in kwestie. Ondernemingen die weigeren een aanbeveling van de AFM op te volgen weten dat ze het risico lopen voor de OK gedaagd te worden. De meerderheid van deze deskundigen vermeldt bij deze voorgestelde wijziging dan ook onmiddellijk dat ondernemingen er in ieder geval toe gedwongen worden om aanbevelingen op te volgen. Er hangt namelijk de dreiging in de lucht dat de AFM naar de OK zal stappen en een procedure aanspannen om de jaarrekening te vernietigen. Het loutere nieuws hiervan zal ongetwijfeld een negatief gevolg hebben voor de reputatie van de onderneming en voor haar beurskoers, en dit reeds voor de OK zich over de zaak heeft gebogen. Bovendien valt volgens deskundigen te verwachten dat de OK zich inhoudelijk nog zal buigen over de door de AFM uitgegeven aanbevelingen.

Twee van de juridische deskundigen die zijn geïnterviewd (alsook de auteurs van dit rapport) vinden het verrassend dat de AFM niet frequenter gebruik maakt van de bevoegdheid onder art 2: 452 BW en raden de AFM sterk aan dit meer te doen in de toekomst. Wat de AFM zou moeten doen, is naar een uitgevende instelling toe het volgende communiceren: “Zorg ervoor dat bij ons de twijfel wordt weggenomen, anders zullen we je via de openbare OK- procedure dwingen om dat te doen.” Bij deze twee experts heerst de indruk dat zodra de AFM dat een aantal keer heeft gedaan de bereidheid om mee te werken door uitgevende instellingen (zo die er niet al zou zijn) significant zal zijn toegenomen. Geen enkele uitgevende instelling zal immers in de financiële pers terecht willen komen enkel en alleen vanwege een gebrek aan bereidheid om mee te werken. Volgens deze deskundige verzwakt de AFM op dit moment echter haar eigen positie door niet van deze juridisch mogelijkheid gebruik te maken én door publiekelijk haar beklag te doen dat ze zo weinig mogelijkheden heeft onder de huidige Wtfv.

In het jaarverslag van 2009 vermeldt de AFM dat ze het wenselijk acht dat de Wtfv ondernemingen zou verplichten om specifieke documenten aan te leveren die de gerezen twijfel bij de AFM kunnen wegnemen. Hoewel de Wtfv dit niet verplicht stelt voor alle ondernemingen, lijkt de mogelijkheid om via de Ondernemingskamer informatie op te vragen een simpele en reeds bestaande bevoegdheid die deze wens van de AFM kan vervullen. Eventueel kan gekeken worden om de reikwijdte van dit artikel in de Wtfv uit te breiden zodat de AFM sneller informatie bij ondernemingen kan afdwingen via de Ondernemingskamer.

Ad c): Vraag c) betreft de bevoegdheid om zonder een specifieke reden of toelichting informatie in te winnen bij ondernemingen. De AFM is voorstander van deze maatregel, omdat in haar ogen het huidige criterium voor het doen van een verzoek tot nadere toelichting te zwaar is. De toezichthouder mag een dergelijk verzoek doen als er op basis van openbare informatie twijfel is over de juiste toepassing van verslaggevingstandaarden, hetgeen volgens de AFM moeilijk hard te maken is op basis van alleen openbare gegevens.

Acht respondenten (28%) zijn vóór invoering van dergelijke bevoegdheid, ook omwille van deze reden. Voorstanders vinden doorgaans wel dat er een reden of logica moet zijn

voor het opvragen van informatie, maar vinden het huidige criterium te beperkend. Volgens een voorstander van deze maatregel zou de AFM zich eigenlijk niet hoeven te verantwoorden voor het opvragen van documenten bij een onderneming, daar zij puur nastreeft dat beleggers correcte informatie krijgen. Twee respondenten stelden ook voor om elk jaar de AFM deze bevoegdheid te geven voor een specifieke sector waar voor dat jaar veel risico is op fouten in de verslaggeving.

Zeventien respondenten (59%) zijn tegen deze maatregel, met als grootste argument dat het onwenselijk is dat de toezichthouder zonder enige aanleiding of toelichting documenten zou mogen inzien, waarbij er een risico bestaat dat zaken verkeerd geïnterpreteerd kunnen worden. Daarnaast vinden tegenstanders dat de AFM haar toezicht voldoende zou moeten kunnen uitoefenen op basis van de huidige bevoegdheid om informatie op te vragen. De AFM kan hierbij volgens enkele respondenten beter meer gebruik maken van het eerdergenoemde art 2:452 BW om informatie op te vragen. Het feit dat de AFM zich tot de OK kan wenden om een verzoek tot informatie hard te maken kan als een sterke stok achter de deur dienen, daar beleggers toch een negatief beeld zullen krijgen van ondernemingen die voor de Ondernemingskamer gedaagd wordt. Als de AFM bereid zou zijn dit instrument daadwerkelijk in te zetten, kan dit er ook voor zorgen dat ondernemingen eerder geneigd zijn de gevraagde informatie te geven.

De twee neutrale respondenten vinden dat deze maatregel wel bespreekbaar moet worden, maar zijn niet uitdrukkelijk voor of tegen.

Ad d): Deze vraag betreft een verruiming van de bevoegdheid om informatie op te vragen bij de auditor. Twee respondenten zijn voor een verruiming van deze bevoegdheid (7%), 3 zijn neutraal (11%) en 22 respondenten zijn tegen deze bevoegdheid (81%). De grootste weerstand tegen deze bevoegdheid is dat een probleem bij een specifieke onderneming niet automatisch doorgetrokken moet worden naar alle controles van de accountant, waardoor wellicht zaken uit verband gehaald kunnen worden. Ook vinden tegenstanders dat er altijd een reden en toelichting gegeven moet worden bij het inzien van documenten om “fishing expeditions” te voorkomen en maken enkele tegenstanders zich zorgen dat de relatie tussen accountants en ondernemingen verstoord kan raken. Twee respondenten geven het voorbeeld van het toezicht in Duitsland, waar de toezichthouder meer

bevoegdheden heeft om documenten van de accountant in te zien. Dit heeft als resultaat dat bepaalde dingen niet opgeschreven worden. De accountant past zijn werkwijze aan. Dergelijke neveneffecten zijn geenszins wenselijk. Wel zijn de meeste tegenstanders van mening dat er recht moet zijn op inzage en dat als de AFM een goede reden heeft om documenten in te zien, zij dit ook moet kunnen doen. Daarnaast geeft één respondent ook aan dat zowel auditor als de AFM goede informatieverschaffing als doel moet hebben en dat er in bepaalde gevallen meer samenwerking zou moeten zijn.²⁵ Net als bij vraag c vinden de drie neutrale respondenten dat deze maatregel bespreekbaar zou moeten worden.

Ad e): Vraag e heeft betrekking op de “Chinese walls” die binnen de AFM zijn opgezet om te voorkomen dat informatie die verkregen is uit verschillende toezichtactiviteiten wordt gedeeld tussen afdelingen. Deze vraag heeft vooral betrekking op het delen van informatie tussen de afdelingen Wet toezicht accountants (Wta) en Wtfv. Respondenten hebben dus voornamelijk hierover hun mening gegeven. Twee respondenten hebben geen reactie gegeven op deze vraag en vier respondenten zijn neutraal tegenover deze maatregel. De AFM is voorstander van het weghalen van deze walls, om daarmee efficiënter te werk te kunnen gaan.

Zeven respondenten (24%) zijn ook voorstander van het verwijderen van deze beperking van het delen van informatie binnen de AFM. Voorstanders vinden dat het maatschappelijk belang voorop moet staan en dat vanuit die invalshoek informatie vrijer gedeeld moet kunnen worden binnen de AFM om problemen sneller op te sporen en aan te pakken. Eén voorstander stelt wel dat de informatie niet in alle richtingen gedeeld moet worden: de afdeling Wta zou wel informatie moeten kunnen delen met de afdeling Wtfv, maar andersom niet. De reden die werd gegeven is dat onder de Wtfv een publieke aanbeveling aan een onderneming er al voor zorgt dat iedereen, inclusief de afdeling Wta, op de hoogte is van problemen. Opvallend is wel dat één van de tegenstanders juist minder problemen heeft met het delen van informatie vanuit de Wtfv naar de afdeling Wta. Daarnaast vinden enkele voorstanders ook dat het delen van informatie aan redelijke

²⁵ Als voorbeeld gaf de respondent aan dat de AFM toegang tot auditor documenten moet kunnen krijgen als er twijfels zijn over hoe een impairment is berekend.

oordeelsvorming gekoppeld moet worden en door de rechter getoetst moet kunnen worden op redelijkheid. Dit hangt ook samen met een voorstel door meerdere respondenten (zowel voorstanders en neutrale respondenten) om duidelijker in de Wtfv aan te geven wanneer en met welke instantie informatie gedeeld mag worden (zie hierbij ook vraag 2.2). De AFM zou dan ook zeer open moeten zijn in welke informatie gedeeld wordt tussen afdelingen.

Dertien respondenten (45%) zijn tegen het weghalen van Chinese walls en vinden dat dit er wederom voor kan zorgen dat informatie uit verband gehaald wordt. Zoals eerder vermeld kan een ondermijning van de audit functie een negatief bijproduct zijn van het weghalen van de Chinese walls.

Daarnaast is het zo dat de Chinese walls een legitieme **juridische functie** hebben omdat toezicht op financiële verslaggeving afwijkt van de andere toezichtdomeinen binnen de AFM, zoals in sectie 2 wordt besproken. De Chinese walls zijn er omdat dit type van toezicht afwijkt van de andere domeinen van toezicht. Omdat de Wtfv bij een burgerlijke rechter getoetst dient te worden, kan er geen vrije informatie-uitwisseling zijn tussen de toezichthouder op de accountant (via de Wta, deel van het bestuursrecht) en de toezichthouder op de verslaggeving (via de Wtfv, deel van burgerlijk recht). Stel dat er een Wta dossier bestaat over een onderneming dan zou dit, indien er geen Chinese walls bestaan, via een omweg de stappen in de Wtfv doorkruisen. De opzet van de Wtfv wordt op die manier onderuit gehaald. Gegeven dat de Wtfv voornamelijk in het burgerlijk recht zit vervat, hebben Chinese walls een juridische functie. Een oplossing voor dit probleem is volgens een van de geïnterviewde deskundigen dat wanneer er echt relevante informatie aanwezig is bij een van de toezichtafdelingen, deze informatie publiekelijk bekend dient gemaakt te worden. Hierdoor hoeven de formele Chinese walls niet weggehaald te worden om toch informatie te kunnen delen met andere afdelingen. Als het belangrijk genoeg is, dient de informatie in ieder geval publiek te worden gemaakt, gaat de redenering.

Tot slot zijn diverse tegenstanders niet tegen het weghalen van de Chinese walls tussen de Wtfv en andere afdelingen buiten de Wta, zoals de afdeling marktmechanismen en prospectussen, aangezien deze afdelingen directer betrekking hebben op beleggers.

Ad f): De argumenten voor en tegen concentratie van verschillende afdelingen binnen de AFM zijn vrij gelijk aan die onder vraag e) en zullen dus niet uitgebreid herhaald worden. Concentratie is volgens vijf respondenten wenselijk omdat dit wellicht de efficiëntie van de AFM kan verhogen. De 11 tegenstanders (38%) zijn eerder van mening dat de toezichtactiviteiten onder de Wta en onder de Wtfv danig verschillend zijn en daarom de afdelingen dus ook gescheiden moeten blijven.

Ad g): Wat betreft de uitwisseling van informatie met andere toezichthouders, zoals de DNB of andere Europese toezichthouders, zijn 12 respondenten vóór (41%) en zijn 7 (24%) tegen een verruiming van deze mogelijkheden. Eén voorstander ziet niet direct het nut om een dergelijke uitwisseling voor alle ondernemingen mogelijk te maken, maar ziet wel toegevoegde waarde in de informatie-uitwisseling tussen DNB en AFM voor financiële ondernemingen. Hierbij denkt men aan informatie aangaande capital tier ratio's. Het zou mogelijk moeten zijn dat de AFM ook dergelijke zaken, die buiten IFRS worden geregeld, ook toetst. Twee respondenten gaven mogelijke manieren aan om dit te bereiken. Allereerst zou het feit dat DNB en AFM informatie uitwisselen gerust publiek bekend gemaakt mogen worden, zodat ondernemingen niet het idee krijgen dat er stiekem informatie uitgewisseld wordt (hierbij zouden wellicht bepaalde geheimhoudingsverplichtingen binnen de Wtfv ontheven moeten worden). Ten tweede zouden de DNB en AFM informatie kunnen uitwisselen in het bijzijn van desbetreffende onderneming, wat ook de onderneming de kans geeft om verdere uitleg over zaken te geven.

Vraag 2.6. Welke zijn volgens u de voordelen en nadelen die verbonden zijn aan een machtige toezichthouder?

Wat betreft de **voordelen** zijn de deskundigen het er in het algemeen over eens dat de toezichthouder over voldoende macht dient te beschikken om haar toezichtsfunctie effectief te kunnen uitoefenen. Het meest voor de hand liggende voordeel van een machtige toezichthouder is dan ook dat de kwaliteit van verslaggeving verbetert en dat de verslaggevingsregels juist worden toegepast. Meer macht of meer bevoegdheden stellen

een toezichthouder in staat om verbeteringen die nodig zijn af te dwingen en daarmee de kwaliteit van verslaggeving te verhogen. Het gegeven dat er een kritische partij (in casu de toezichthouder) meekijkt en indien nodig kan ingrijpen, kan ook de kwaliteit van verslaggeving ten goede komen. Vele accountants zijn dan ook blij dat de AFM als extra controller toekijkt op de financiële verslaggeving.

Aan de andere kant wijzen respondenten ook op **nadelen** van een machtige toezichthouder. Uit de antwoorden op deze vraag blijkt dat respondenten het belangrijk vinden dat de balans in de macht tussen de verschillende partijen (toezichthouder, bedrijf en rechter) bewaard moet blijven. Vijf respondenten geven aan dat de kans op willekeur erg groot kan worden wanneer de toezichthouder veel macht krijgt. Hiermee samengaan zijn twee respondenten van mening dat het toekennen van veel bevoegdheden en macht aan een toezichthouder ondernemingen in een positie brengt waar ze geen weerwoord kunnen bieden aan onterechte aanmaningen van de toezichthouder. Verder noemen vier respondenten als nadeel dat het toekennen van macht een angstcultuur kan veroorzaken bij bedrijven. Dit kan leiden tot minder openheid tussen partijen (auditor, onderneming en toezichthouder) – twee respondenten vinden ook dat de rol van de auditor hierdoor kan worden ondermijnd.

Zes respondenten noemen ook als nadeel dat veel macht kan leiden tot een toezichthouder die de leidende interpretatie van IFRS geeft. Volgens deze respondenten moet een toezichthouder erop toezien dat IFRS correct wordt toegepast, maar schuilt er het gevaar dat ondernemingen na zullen gaan wat de toezichthouder als correct beoogt, waardoor de interpretatie van de toezichthouder, en niet van de IASB of IFRIC, als leidraad beschouwd zal worden. Dit is momenteel het geval in Duitsland. De expert op het gebied van het Duitse toezichtstelsel die wij interviewden had zelf gesprekken met CEOs en CFOs van Duitse ondernemingen. Hieruit bleek dat ondernemingen de vrijheid binnen IFRS in sommige gevallen op die manier invullen die de BaFin, de Duitse toezichthouder, aangeeft. Op deze manier schieten principles-based accounting standaarden zoals IFRS voor een stuk hun doel voorbij; het is namelijk de onderneming die moet kunnen beslissen op welke manier de vrijheid wordt ingevuld. Op die manier is hij of zij in staat betere informatie aan de markt bekend te maken. En de internationale vergelijkbaarheid wordt niet bevorderd.

Eén respondent noemt ook dat in het geval van een machtige toezichthouder, gebruikers van jaarrekeningen minder hun eigen verantwoordelijkheid nemen om informatie kritisch te bekijken en hierdoor te laks worden. Deze mogelijke gevallen maakt dat er wellicht veel maatschappelijke kosten verbonden zijn aan een machtige toezichthouder, naast dat ondernemingen wellicht veel kosten zullen maken om aan de eisen van een toezichthouder te voldoen. Hierbij geven verscheidene respondenten nogmaals aan dat het niet wenselijk is dat de AFM bestuursrechterlijke bevoegdheden krijgt.

Als besluit kunnen we stellen dat deskundigen het er mee eens zijn dat een toezichthouder voldoende bevoegdheden moet hebben. Dit blijkt ook uit de antwoorden op vraag 2.6, waar bijna alle respondenten vinden dat de bevoegdheden van de AFM niet verminderd moeten worden. Daarnaast moet er echter opgelet worden dat de toezichthouder niet te machtig wordt, waardoor er geen evenwicht meer bestaat in de machtsverhoudingen tussen alle partijen. Zo mag een toezichthouder niet willekeurig te werk gaan.

4.1.4 Verhouding met andere Europese toezichthouders

*Vraag 2.7 Hoe verhoudt de macht van de AFM zich tot die van **buitenlandse toezichthouders**?*

Op deze vraag kregen wij van ongeveer de helft van de deskundigen weinig reactie. Niet elke respondent heeft namelijk ervaring met of kennis over buitenlandse toezichthouders. Ook was het moeilijk om op korte termijn deskundigen die werkzaam zijn bij buitenlandse toezichthouders, of ervaring hebben met andere toezichthouders te interviewen. We hebben echter wel een aantal instanties geïnterviewd die wel ervaring hebben met buitenlandse toezichthouders. Sommige controllers hadden ervaringen opgedaan met buitenlandse toezichthouders omdat zij een tijd lang in een ander land zoals de VS of het Verenigd Koninkrijk werkzaam waren. Daarnaast konden we een lid van het adviescomité aan de Europese organisatie van toezichthouders CESR interviewen. Tot slot hebben we een expert op het gebied van het Duitse toezichtgebeuren

gesproken die uitvoerig onderzoek heeft uitgevoerd naar het toezichtproces van BaFin, de Duitse toezichthouder.

Volgens de meeste respondenten verschillen de bevoegdheden van toezichthouders in andere Europese landen zoals België, Duitsland en Frankrijk niet in hoge mate van die van de AFM. Het contact bij het adviescomité van CESR verduidelijkte dat de Franse en Duitse toezichthouder significant meer bevoegdheden bezitten dan de AFM en dat deze twee op hun beurt minder formele bevoegdheden hebben dan de SEC. CESR zou willen dat toezichthouders van alle Europese landen gelijke bevoegdheden hebben.

Daarbij toont CESR zich een voorstander van een verlenging van de periode van 6 maanden waarbinnen de AFM een zaak aanhangig kan maken bij de Ondernemingskamer.²⁶ Ook zou CESR de Chinese walls die bestaan tussen de toezichtorganen binnen de AFM liever weggehaald zien om er zo voor te zorgen dat er makkelijker informatie kan stromen tussen het toezicht op de accountant en het toezicht op financiële verslaggeving. Opvallend is dat volgens deze deskundige de Britse toezichthouder niet over meer macht beschikt dan de AFM. Ook de Engelse toezichthouder dient naar de rechter te stappen om ondernemingen te sanctioneren, net zoals in Nederland de AFM dit dient te doen bij de Ondernemingskamer. Ondanks het feit dat toezichthouders in Frankrijk en Duitsland meer macht hebben dan de AFM, verschilt hun methode van toezicht niet danig veel.

Voorts merken een viertal deskundigen op dat de toezichthouder in landen zoals de V.S. of Groot-Brittannië meer bevoegdheden heeft en dat ondernemingen vooral in de V.S. met meer angst naar de toezichthouder omzien. Dit heeft volgens hen echter hoofdzakelijk te maken heeft met de ervaring en **reputatie** van de Amerikaanse en Britse toezichthouder, eerder dan met de omvang van hun formele bevoegdheden. De SEC bestaat immers al sinds de jaren dertig uit de vorige eeuw.

De AFM en CESR wijzen er op dat een aantal buitenlandse toezichthouders zoals de Duitse en de Franse toezichthouder meer macht dan zij hebben. Dit blijkt in het geval van de Duitse toezichthouder zeker het geval te zijn. In Duitsland wordt het toezicht als volgt georganiseerd: het toezichtstelsel is een zogenaamd two-tier enforcement systeem. Er is

²⁶ In Duitsland is er geen beperking in de tijd waarmee de toezichthouder actie kan ondernemen; de termijn is onbeperkt.

enerzijds een privaat review panel, de *Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung* (de DPR) en anderzijds de Duitse publieke toezichthouder BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*). BaFin is een overheidsinstelling die de macht bezit om ondernemingen te verplichten de bevindingen van de DPR bekend te maken. De DPR is gesticht in 2004 en werkzaam sinds 2005 met een mandaat om verslaggevingsstandaarden en regelgeving betreffende de jaarrekening af te dwingen. De nadruk ligt op de consistente en representatieve toepassing van IFRS. De DPR voert reviews uit op verslaggeving van beursgenoteerde Duitse ondernemingen op reactieve en proactieve wijze. Dit terwijl de AFM voornamelijk reactief werkt. Fouten die gevonden worden, worden gemeld bij de BaFin. Details kunnen gevonden worden in de studie van Ernstberger et al. (2010 – p. 8-14).

Deze studie wijst uit dat de Duitse aanbevelingen uitgegeven door de BaFin (of restatements) significante marktreacties teweeg brengen, maar ook dat deze reacties niet heel hoog zijn (p.5):

“Consistent with a negative information content, our short-window analyses document negative abnormal returns, a reduction in trading volume and an increase in information asymmetry, indicated by an expansion of abnormal bid-ask spreads, upon the disclosure of error announcements. This finding suggests that the capital market penalizes accounting infringements, which makes publication of DPR/BaFin error findings a credible threat and thus lends potential effectiveness to the adverse disclosure mechanism in the German setting.”

De auteurs vinden voor de volledige steekproef een gemiddelde cumulatieve (over 3 dagen) abnormale aandelenreturn van 1.15%. De helft van de ondernemingen ondervinden een negatieve koersreactie van 1.67%. Dit betreft hier in beide gevallen een sterk significante daling in de aandelenkoers. Deze koersreacties zijn voornamelijk gerelateerd met de materialiteit van de restatements. Wanneer er een vermoeden is dat de reden van de restatement een niet-intentionele rapporteringsfout betreft (tegenover het vermoeden van opportunistisch gedrag), is de negatieve aandelenreactie eveneens milder zoals men zou verwachten. Relevant voor ons onderzoek is dat, indien we de vergelijking maken met de analyses van marktreacties rond aanbevelingen van de AFM, we geen

significant verschil vaststellen. Dit wijst erop dat de markt niet *meer* belang hecht aan aanbevelingen van de Duitse toezichthouder BaFin dan aan deze van de AFM. Dit pleit niet voor extra bevoegdheden voor de AFM, aangezien een toezichthouder met meer bevoegdheden zoals de BaFin *geen* extra effect blijkt te hebben. We dienen natuurlijk wel in het achterhoofd te houden dat het in Nederlands slechts om een handvol restatements gaat.

Uit het interview met de Duitse expert blijkt eveneens dat de BaFin op bepaalde punten meer bevoegdheden bezit dan de AFM. Zo zijn de Chinese walls er niet (of in mindere mate) aanwezig en kan de toezichthouder gemakkelijker (al dan niet specifieke) informatie opvragen bij ondernemingen. Ook staat er in Duitsland geen beperking op de periode waarbinnen de toezichthouder ondernemingen kan controleren. De methode van toezicht verschilt echter niet uitdrukkelijk. Een nadeel aan het Duitse toezichtstelsel volgens deze deskundige is het gevaar dat de BaFin IFRS zelf interpreteert. Dit gebeurt niet rechtstreeks en misschien zelfs ongewild, maar het gebeurt wel. Uit onderzoek bij een groot aantal ondernemingen en accountants in Duitsland blijkt dit inderdaad het geval te zijn. Ondernemingen volgen de toezichthouder hoe bepaalde assets gewaardeerd dienen te worden, in plaats van zelf de vrijheid in te vullen die bestaat binnen IFRS. Dit doen ze omdat ze bang zijn om een publiek statement te moeten maken aangaande dergelijke waarderingen en ze willen koste wat kost negatieve marktreacties en extra onzekerheid voor aandeelhouders beperken. Echter, zoals Ernstberger et al. (2010) uitwijzen, het is geenszins de bedoeling van de IASB dat de toezichthouder IFRS interpreteert. IFRS is precies als een incentives-based boekhoudstelsel ontwikkeld om ondernemingen toe te laten hun eigen visie op de toekomst van de onderneming te laten doorstromen in de waardering van resultaat en vermogen.

Tot slot is het belangrijk om op te merken dat het vanuit wetenschappelijk oogpunt onduidelijk is of een vergelijking van bevoegdheden van toezichthouders uit het buitenland zinvol is. Op het eerste zicht lijkt dit misschien wel zo te zijn, maar eigenlijk is het blindelings kopiëren van toezicht op financiële verslaggeving uit een andere staat helemaal niet zo vanzelfsprekend. Gezien de verschillende institutionele en wettelijke kaders van verschillende landen zal het niet zo zijn dat toezicht in alle landen op dezelfde manier georganiseerd is. Het is onduidelijk of het overnemen van een bepaald

institutioneel aspect (zoals het inrichten van financieel toezicht) van het ene naar het andere land dezelfde impact zal hebben op de kwaliteit van verslaggeving. Douglass North, winnaar van de Nobelprijs economie in 1994, argumenteert dat institutionele karakteristieken heel moeilijk vergelijkbaar zijn tussen landen (North, 1990), omdat elk land fundamenteel verschillende basisinstituten heeft. Een toezichtmodel met veel bevoegdheden voor de toezichthouder kan in één land tot goede resultaten leiden, maar kan in andere landen overbodig zijn of juist slechte resultaten hebben. Dit komt voornamelijk omdat de basisinstituten (zoals grondwet, werking van justitie, bedrijfsstructuren en corporate governance) in elk land verschillend zijn en daarom andere effecten kunnen hebben op nieuw ingevoerde reguleringen.

Dani Rodrik, Professor in International Political Economy aan het John F. Kennedy School of Government (Harvard University) oppert dat er niet zoiets bestaat als een ‘best-practice’ set van institutionele kenmerken (Rodrik, 2008). Wat in het ene land werkt, werkt niet noodzakelijk in een ander land omdat de condities anders zijn.

Indien we dit betrekken op de huidige discussie, dan kunnen we stellen dat deze twee toonaangevende academici zouden argumenteren dat er ook geen ‘best-practice’ toezichtmodel bestaat. Misschien is het zo dat het weghalen van (of het niet bestaan van) Chinese walls tussen toezichthouders in het ene land tot beter toezicht zal leiden. In Nederland zijn de precondities echter van die aard dat het weghalen van de Chinese walls volgens juridische experts meer kwaad dan goed zou inhouden. Er is in Nederland destijds goed nagedacht vooraleer men deze Chinese walls instelde. Juridische experts die van dichtbij bij het oorspronkelijke Wtftv proces betrokken waren verzekeren ons ervan dat deze destijds heel bewust werden ingesteld. Het betreft hier met andere woorden geen fout of vergetelheid die men destijds heeft begaan.

4.2 Evaluatie op basis van elektronische vragenlijsten

Evaluatie van de kwaliteit van verslaggeving

In eerste instantie wordt gekeken naar de mate waarin respondenten de mening zijn toegedaan dat de informatie die Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen naar buiten brengen voldoende in overeenstemming is met de navolgende 7 kenmerken van

verslaggeving. De kenmerken staan in volgorde van belangrijkheid, wat eveneens werd bevraagd in de elektronische vragenlijst (zie sectie 4.1). De respondenten geven een antwoord op een schaal van 1 tot 5, van ‘in het geheel niet voldaan’ naar ‘volkomen voldaan’. Uit tabel 4.5 blijkt dat er in redelijke mate is voldaan aan de kenmerken waarderelevantie, objectiviteit en tijdigheid van financiële informatie. Dit is een belangrijk resultaat, aangezien de meeste deskundigen waarderelevantie en vergelijkbaarheid van winstcijfers als een cruciaal kenmerk beschouwen (zie sectie 4.1 en 4.3).

Tabel 4.5: Mate waarin voldaan is aan 7 kenmerken van verslaggeving in Nederland

Mate waarin voldaan is aan volgende kenmerken van verslaggeving (score van 1-5; enigszins voldaan = 3)	Score	
	Gemiddelde	Mediaan
Geven van waarde relevante informatie	3,58	4
Vergelijkbaarheid informatie	3,21	3
Objectieve informatie	3,63	4
Tijdige informatie	3,67	4
Controleerbare en Verifieerbare informatie	3,46	4
Informatie betreffende toekomstige prestaties	2,75	3
Toepassing van het Voorzichtigheidsbeginsel	2,96	3

Wetswijzigingen en bevoegdheden van de AFM:

Op de algemene vraag of men de bevoegdheden van de AFM beter zou inperken dan wel uitbreiden, zijn de respondenten niet van mening dat deze uitgebreid dienen te worden. De gemiddelde score bedraagt 2.57 op een puntenschaal tussen 1 (=bevoegdheden sterk verminderen) en 5 (= bevoegdheden sterk uitbreiden), wat onder de neutrale score van 3 ligt.

Tabel 4.6: Veranderingen in de Wtfv en in het financieel toezicht

Mate waarin respondenten akkoord (=5) of niet akkoord (=1) gaan met volgende voorgestelde wijzigingen:	Score	
	Gemiddelde	Mediaan
Indien u nu zelf de Wtfv zou kunnen inrichten, zou u dan de bevoegdheden van de AFM verminderen (=1), gelijk houden (=3) of vermeerderen (=5)?	2.57	3
Het financiële toezicht zou verbeterd worden door		
1. een verlenging van de periode waarbinnen de financiële autoriteit een procedure bij de Ondernemingskamer aanhangig moet maken.	2.52	3
2. financiële autoriteit het recht te verlenen een verzoek tot naleving van een aanbeveling bij de Ondernemingskamer in te dienen.	2.90	3
3. de financiële autoriteit het recht op inzage in documenten van een beursfonds te verlenen zonder hierbij een toelichting te moeten geven	2.00	2
4. de financiële autoriteit het recht op inzage in documenten van de auditor van een beursfonds te verlenen.	2.00	2
5. de uitwisseling van informatie met andere toezichtafdelingen toe te staan binnen de organisatie van de financiële autoriteit.	2.67	3
6. de uitwisseling van informatie met andere toezichthouders toe te staan buiten de organisatie.	2.90	3

Tabel 4.6 toont ook in welke mate respondenten akkoord of niet akkoord gaan met de specifieke voorgestelde wijzigingen in de Wtfv of in de bevoegdheden van de AFM. Op de specifieke vraag of er een verlenging van de periode van 6 naar 9 maanden zou moeten gebeuren, antwoordt de gemiddelde respondent licht afwijzend (score van 2.52 op 5, met 3 als neutrale score). 35% van de respondenten is het zelfs ‘totaal oneens’ met dergelijke wijziging. Wel is het zo dat respondenten neutraal staan tegenover de

mogelijkheid van de AFM om een verzoek bij de Ondernemingskamer in te dienen tot naleving van een aanbeveling (score van 2.9 op 5, met 3 als neutrale score).

De respondenten zijn duidelijk in hun opinie dat de AFM bij de verzoeken tot inzage toelichtingen en redenen moet verschaffen. Het kan volgens deskundigen niet zo zijn dat de AFM onbeargumenteed inzage kan krijgen bij de onderneming of bij de accountant. Beide vragen krijgen een gemiddelde score van 2 op 5, wat statistisch significant lager is dan de neutrale score 3. Op de vraag of de AFM informatie zou moeten kunnen uitwisselen binnen hun eigen organisatie (verdwijnen van de Chinese Walls) wordt door de gemiddelde respondent eerder afgewezen (score van 2.67 op 5, met 3 als neutrale score). Echter, op de vraag of een informatieoverdracht mogelijk zou moeten zijn met organisaties buiten haar eigen organisatie, is men neutraal (gemiddelde score van 2.9).

Uit de opmerkingen die de respondenten hebben kunnen geven bij de enquête blijkt dat ze over het algemeen niet tevreden zijn over de communicatie met de AFM. De AFM lijkt te veel te focussen op de letterlijke naleving van IFRS. Deze gelimiteerde focus van de AFM draagt er ook aan bij dat de respondenten van mening zijn dat de punten die de AFM aankaart vaak futiliteiten zijn en over het algemeen geen materiële invloed zullen hebben op de jaarrekening.

De communicatie tussen onderneming en AFM verloopt volgens verscheidene respondenten niet optimaal omdat ondernemingen vaak het gevoel krijgen dat de AFM zich wil laten gelden of bewijzen als toezichthouder, eerder dan als een partij die echt hoogstaande kwaliteit van verslaggeving wil bevorderen. Dit commentaar werd ook meerdere keren vermeld in de interviews.

Een ander punt van kritiek is dat de AFM zich te veel zou bezig houden met het bepalen van de norm in plaats van het handhaven van de norm. De norm hoort IFRS te zijn. Het is aan de onderneming (eventueel in overleg met de accountant) om te bepalen hoe de vrijheid binnen IFRS ingevuld kan worden, niet aan de toezichthouder. De toezichthouder toetst of binnen de grenzen van IFRS is voldaan aan de normen. Het gezag en de reputatie van de AFM ondervindt hierdoor hinder. De respondenten zijn van mening dat de AFM de gezaghebbende rol toebedeeld moet krijgen door de

ondernemingen en de accountant. Tenslotte komt opnieuw de kritiek naar boven over de manier waarop de AFM vragen stelt. De toon is streng en bij momenten erg bijtend.

Conclusie:

We besluiten dat de resultaten uit de elektronische enquêtes in hoge mate consistent zijn met deze uit de interviews. De toon van communiceren bij de AFM moet anders en de inhoud van de toelichtingsvragen dient zich op meer materiële aspecten te richten. Een belangrijke peiler in de elektronische enquêtes betreft de relevantie van specifieke risico-indicatoren die een toezichthouder al dan niet zou moeten opnemen in hun analyses. Resultaten hierover worden beschreven in sectie 6.2.3 van dit rapport.

5. Detailanalyse van de zaak Spyker

Inhoud van de zaak Spyker

In deze paragraaf gaan we specifiek in op de Spyker-zaak die de AFM aanspande bij de Ondernemingskamer in 2007 over de jaarrekening van Spyker Cars N.V. van 2006. Verscheidene van de deskundigen die geïnterviewd werden, waren nauw betrokken bij deze zaak, waaronder een aantal juridische experts. Interviews werden afgenomen bij partijen die de AFM bijstonden in deze zaak, partijen die Spyker bijstonden en de rechterlijke instanties zelf die deze zaak behandelden.

Tot nu toe is dit de enige keer geweest dat de AFM daadwerkelijk gebruik maakte van haar bevoegdheid om een zaak aan te spannen bij de rechter met de vraag om een jaarrekening nietig te verklaren. De AFM verloor deze zaak. Het verzoek van de AFM werd afgewezen.

Oordeel door deskundigen en juridische experts

Twee deskundigen hadden eenzelfde kijk op deze affaire en wezen op twee belangrijke redenen waarom de Spyker-zaak is verloren door de AFM. De eerste ligt bij de Ondernemingskamer. Deze heeft volgens de deskundigen in de Spyker-zaak onwettig de AFM benadeeld. De AFM dacht dat de Ondernemingskamer haar meer zou bijstaan in het argumenteren, terwijl de Ondernemingskamer zich juist heel onafhankelijk opstelde en argumenteerde dat wat binnen IFRS is toegelaten, niet onwettig is. De tweede, en belangrijkste, reden voor het verlies van de Spyker-zaak ligt bij de AFM zelf. De manier waarop de AFM de zaak heeft aangepakt was strategisch onhandig. De AFM heeft namelijk niet het “standaardtraject” gevolgd dat wordt voorgeschreven in de Wtftv (twijfel → schriftelijke mededeling → aanbeveling → Ondernemingskamer). Het hoofdmodel schrijft voor dat wanneer een onderneming weigert om voldoende informatie te geven aan de AFM omtrent een gerezen twijfel of wanneer de AFM die informatie onvoldoende vindt, de AFM in dat geval een mededeling doet met eventueel een

aanbeveling. Deze laatste is overgeslagen door de AFM in de Spyker zaak. In art 4 lid 2 van de Wtftv heeft de AFM immers de **mogelijkheid** om met een zogenaamde **versnellingslag** geen aanbeveling te doen maar direct door te gaan naar de Ondernemingskamer, nadat een mededeling werd gedaan. Hoewel de AFM hiertoe bevoegd was, was het strategisch niet erg handig om tijdens de eerste zaak die men aanbrengt bij de Ondernemingskamer meteen af te wijken van het standaardtraject. De AFM was meer gebaat geweest bij een minder agressief optreden bij het aanbrengen van de problemen bij Spyker (cf. ook het feit dat de AFM zelfstandig een mediabericht uitbracht in plaats van eerst te overleggen met Spyker).

De Spyker zaak was volgens een van deze twee experts een heel opmerkelijke zaak. Het was een erg lange argumentatie van de AFM (+/- 120 pagina's), maar tegelijk bevatte het document zeer weinig motivatie waarom de jaarrekening van Spyker fundamenteel verkeerd zou zijn. De Ondernemingskamer zag de tekortkomingen die de AFM aanhaalde wel, maar oordeelde dat deze al met al niet zodanig ernstig zijn dat moet worden gezegd dat de jaarrekening van Spyker niet voldoet aan hetgeen op grond van de wet en IFRS vereist is. De Ondernemingskamer heeft de AFM op alle fronten ongelijk gegeven, met het argument dat de IFRS regels niet overtreden werden.

De AFM ging tegen het oordeel van de Ondernemingskamer in cassatie bij de Hoge Raad. Er was weinig kans dat de Hoge Raad de AFM gelijk zou geven in Cassatie aangezien de argumentatie van de AFM niet voldoende duidelijk en goed uitgewerkt was. De uitleg van de gedingstukken is de verantwoordelijkheid van de Ondernemingskamer, de Hoge Raad kan hier niet veel meer aan veranderen. De AFM vroeg de Hoge Raad "om hulp", maar dat ging moeilijk in deze zaak.

De AFM is hierdoor ook terughoudender geworden om een nieuwe zaak voor de Ondernemingskamer in te dienen, terwijl dat helemaal niet nodig is. Deze stelling wordt door verschillende juridische experts bevestigd. Twee experts vermelden dat deze hele Spyker zaak een spijtig gebeuren is voor het Nederlandse jaarrekeningenrecht, mede omdat het de houding van de AFM veranderd heeft. Het is een verkeerde houding van de AFM om na de Spyker zaak terughoudender te zijn in het aanspannen van zaken bij de Ondernemingskamer. Het gaat er namelijk de AFM niet om om zaken te winnen, maar

om ervoor te zorgen dat er goede informatie beleggers bereikt. Als de AFM 9 van de 10 zaken die ze aanspant verliest, dan heeft de maatschappij daar toch mee gewonnen. De toezichthouder mag niet bang zijn om naar de rechter te stappen wanneer er volgens haar gegronde twijfel is.

Een derde juridische deskundige oordeelde in dit verband dat de AFM moet accepteren dat ze in een democratisch geheel opereert. Volgens deze expert is het ondenkbaar dat ze tegelijk de wetgevende, uitvoerende en rechterlijke bevoegdheid zou hebben op het gebied van financiële verslaggeving. De AFM moet accepteren dat zij slechts een gelijkwaardige partij is als de onderneming en de stakeholders, maar niet boven de onderneming staat. De AFM lijkt dit feit echter niet te accepteren aangezien ze nu roept om meer bevoegdheden. Deze deskundige kwam hierbij ook terug op de cultuur die heerst bij de AFM. De AFM is volgens deze deskundige weinig academisch, weinig professioneel en soms op het arrogante af te veel bezig met het proberen zichzelf te bewijzen en zaken te winnen, eerder dan ervoor te zorgen dat er goed toezicht plaats vindt. Het zou de AFM helemaal niet moeten gaan om het winnen van zaken. Het uiteindelijke resultaat, namelijk hoge kwaliteit van verslaggeving, is van belang.

Deze deskundige vertelde in deze optiek nog dat de AFM IFRS en andere regels niet mag interpreteren. De interpretatie van IFRS is aan de IASB en IFRIC. De AFM moet erop toezien dat de regels uitgevoerd worden. Zo kan de auditor een andere mening hebben dan de AFM. Het is dan aan de AFM om met voldoende argumenten te komen en aan te tonen dat er een materiële fout in de jaarrekening zit. Een nadeel voor de AFM is dat zij niet mag interpreteren, maar dat behoort precies niet tot de taak van een toezichthouder. Hierdoor moet de AFM natuurlijk heel voorzichtig zijn in de verwoording van de twijfel. Bij Spyker lag hier een probleem: de regeling van latente belastingen onder IFRS is voor interpretatie vatbaar en als toezichthouder bevindt men zich op glad ijs als men wil aantonen dat er iets fundamenteels schort aan de jaarrekening. Evidente onjuistheid is echter altijd aan te tonen.

Een vierde juridische expert betreurt eveneens de uitspraak van de Ondernemingskamer in de zaak Spyker. Echter, deze deskundige legt de oorzaak zowel bij de manier waarop de Ondernemingskamer heeft geoordeeld als bij de gebrekkige argumentatie van de

AFM. Deze deskundige vindt dat de Ondernemingskamer te weinig heeft geprobeerd zich in te leven in de twijfel die de AFM had bij de jaarrekening van Spyker. Anderzijds is het zeker zo dat de juridische toon die de AFM aanslaat (iets wat ze ook doet bij het vragen van toelichtingen en het uitvoeren van mededelingen), hen zeker niet heeft geholpen in deze zaak. De AFM had duidelijk beter kunnen motiveren en op een andere manier argumenten op tafel leggen om de Ondernemingskamer ervan te overtuigen dat er iets fundamenteels mis is met de jaarrekening van Spyker.

Bij een laatste juridische betrokkene horen we een ander verhaal dan bij de andere experts. De AFM viel volgens deze persoon weinig te verwijten in de Spyker zaak. De AFM had de zaak voldoende voorbereid en had een aantal heel goede en terechte punten. Er was wel degelijk iets fundamenteels mis met de jaarrekening van Spyker (iets waar andere deskundigen het overigens ook mee eens waren). De reden waarom de AFM verloren heeft is doordat de Wtfv gebrekkig werkt. De AFM heeft te weinig mogelijkheden onder de huidige Wtfv om beter toezicht te houden. De fundamentele reden is volgens deze deskundige dat deze zich in het burgerlijk recht bevindt en niet in het bestuursrecht. Als men in het privaatrecht procedeert, dan is de AFM in het nadeel (omdat ze een gelijke partij is) en als men hierbij dan nog eens enkel op basis van vermoedens kan handelen (openbare informatie) dan heeft de AFM onvoldoende slagkracht om toezicht te houden zoals het hoort. Dit was ook het geval in de Spyker zaak.

Conclusie van de zaak Spyker

AFM heeft de zaak Spyker volgens vijf juridische experts, die deze zaak uitgebreid hebben toegelicht tijdens de interviews, op twee punten fundamenteel verkeerd aangepakt, met name strategisch en inhoudelijk. Ten eerste was het strategisch onhandig om voor de eerste keer dat de AFM formeel naar de Ondernemingskamer trok van het 'standaardtraject' dat de Wtfv voorschrijft af te wijken door rechtstreeks naar de Ondernemingskamer te gaan na het geven van een mededeling. Ten tweede heeft de AFM reputatieverlies geleden in deze zaak, niet door het feit dat ze de zaak verloren

hebben, maar eerder door het gebrekkig argumenteren van hun twijfel en te veel te focussen op juridische details eerder dan de jaarrekening naar de geest te interpreteren. De toon is te streng geweest en de inhoud onvoldoende, zo vonden verschillende ondervraagden die dicht betrokken waren bij deze zaak. Een juridisch expert verwoordde toepasselijk de gebrekkige argumentatie van de AFM als “spijkers op laag water zoeken”.

6. Suggesties ter verbetering van de Wtfv en van het door de AFM uitgeoefende toezicht

In deze laatste sectie worden aanbevelingen en suggesties gedaan die zouden kunnen leiden tot een grotere effectiviteit van de Wtfv en een efficiëntere werkwijze van de AFM. We benadrukken dat deze suggesties een eigen interpretatie zijn van de onderzoekers op basis van de afgenomen interviews, elektronische enquêtes en de uitgevoerde technische analyses. Het is belangrijk hierbij op te merken dat het in deze sectie gaat om suggesties en aanbevelingen die de onderzoekers van deze studie *zelf* maken en voorstellen. Deze aanbevelingen en suggesties zijn tot stand gekomen na het interviewen van alle deskundigen (inclusief de AFM) en na evaluatie van de kwaliteit van verslaggeving in Nederland. Deze suggesties reflecteren met andere woorden de conclusies die wij trekken uit onze uitgevoerde analyses en interviews. We zijn er van overtuigd dat het toezicht in Nederland (nog) beter kan worden gemaakt door deze aanbevelingen in te bedden in de Wtfv en in de werkmethode van de AFM.

Deze sectie is onderverdeeld in drie delen. Sectie 6.1 behandelt aanpassingen aan de Wtfv die wij ondersteunen. In sectie 6.2 suggereren we een aantal wijzigingen in de manier waarop de AFM toezicht houdt en de wijze waarop de AFM de Wtfv hanteert. In sectie 6.3 gaan we dieper in op het fenomeen van pre-clearance, een veel besproken praktijk in het kader van financieel toezicht.

6.1 Voorgestelde wijzigingen in de Wtfv en bevoegdheden van de AFM

Zoals uitgebreid beschreven staat en gedocumenteerd is in sectie 4.1 is het merendeel van de deskundigen het er over eens dat de AFM op dit moment voldoende bevoegdheden heeft onder de huidige regeling van de Wtfv om op effectieve manier aan toezicht te doen. Velen vinden het ook onnodig aanpassingen door te voeren en/of te vroeg om nu, na slechts 4 jaar toezicht door de AFM, conclusies te kunnen maken betreffende de Wtfv. Bijgevolg werden weinig of geen concrete voorstellen gelanceerd om de Wtfv aan te

passen. Echter, er zijn ook een aantal deskundigen, onder andere enkele (maar niet alle) gebruikers van financiële informatie, die vinden dat de Wtfv de AFM te weinig middelen geeft om krachtdadig toezicht te houden.

De wensen van de AFM om meer bevoegdheden te verkrijgen houden concreet de volgende vier elementen in:

1. De mogelijkheid om meer en sneller *specifieke* informatie te kunnen opvragen bij ondernemingen. Naar eigen zeggen (en naar de mening van enkele andere deskundigen) zou de AFM dit kunnen indien ze *bestuursrechterlijke* bevoegdheden krijgt (en dus de Wtfv in het bestuursrecht geregeld zou worden).
2. De AFM wil de naleving van *aanbevelingen afdwingbaar* maken bij de Ondernemingskamer.
3. De AFM vraagt de afbraak van de *Chinese Walls* tussen toezichtafdelingen, zowel binnen de AFM als met andere toezichthouders.
4. Een *verlenging* van de periode waarbinnen een procedure bij de Ondernemingskamer kan aangespannen worden van 6 naar 9 maanden.

In wat volgt geven wij ons concrete en gedetailleerde advies voor elk van deze vier wensen:

1. Bevoegdheden en opvragen van specifieke informatie

Wij zijn de mening toegedaan dat een fundamentele verandering in de Wtfv niet aangewezen is. Uit de resultaten van ons onderzoek blijkt duidelijk dat de Wtfv uit het Burgerlijk recht halen en in het Bestuursrecht incorporeren niet wenselijk is. Zoals uitgelegd in Sectie 2 van dit rapport zijn er drie fundamentele redenen waarom de Wtfv **niet in** het **bestuursrecht** kan worden opgenomen. In hoofdzaak is dit omdat alle andere wettelijke procedures met betrekking tot jaarverslaggeving en bekendmaking van informatie door ondernemingen van civielrechtelijke aard zijn (i.t.t. andere landen zoals de Verenigde Staten). Zoals juridische experts aanduiden, zou de maatschappelijke kost

van een dergelijke beslissing groter zijn dan de baat. Bovendien kan een dergelijk wetgevingstraject erg lang duren.

Daarnaast, en hier nauw mee samenhangend, zijn wij van mening dat het niet is aangewezen om de AFM aanvullende bestuursrechtelijk bevoegdheden te verlenen. Zoals de meeste deskundigen van diverse stakeholders verklaren is een te machtige toezichthouder geenszins nodig of wenselijk. De toezichthouder dient te controleren of de wet en verslaggevingsregels worden toegepast. Een toezichthouder dient echter niet de regels te interpreteren. Dat is meteen ook een mogelijk gevaar bij een te machtige toezichthouder: de onderneming vult IFRS in zoals de AFM dat wil en dat doet afbreuk aan de (internationale) kwaliteit. Het is in de eerste plaats de onderneming die in staat moet kunnen worden gesteld om vermogen en resultaat te rapporteren zoals het hem of haar zelf het beste lijkt. Vandaar dat we er ook voor pleiten om de Ondernemingskamer een blijvende rol te geven in het toezichtkader in Nederland. De AFM oefent toezicht uit en in geval van twijfel stapt ze naar de Ondernemingskamer die dan als onafhankelijk rechter beslist of de regels geschonden zijn of niet. Dit lijkt ons, alsook de meeste van onze deskundigen, de optimale en meest evenwichtige oplossing/regeling.

Daarenboven merken we op dat we uit gesprekken met juridische experts konden afleiden dat het verlenen van bestuursrechtelijke bevoegdheden aan de AFM *binnen het huidige model* ook leidt, zij het op indirecte wijze, tot een verschuiving van de rol van toezichthouder naar een regelgevende instantie. Er is namelijk geen haarscherp onderscheid tussen het verzamelen van informatie en de interpretatie van de IFRS wanneer de AFM informatievergaring bestuursrechtelijk kan afdwingen. Immers, op het moment dat de AFM bepaalde informatie verlangt en – bij uitblijven daarvan – de afgifte bestuursrechtelijk afdwingt dan treedt de AFM op dat moment in de inhoudelijke beoordeling over de invulling van de IFRS. Een uitgevende instelling zal immers bij de *bestuursrechter* in beroep moeten komen tegen de afgifte van deze informatie. De bestuursrechter zal dit beroep beoordelen op basis van de motivering die de AFM aan het informatieverzoek ten grondslag heeft gelegd. Die motivering zal luiden dat de AFM meent dat de IFRS niet juist zijn toegepast (anders was er immers geen grond voor het verlangen van afgifte van informatie). Anders gesteld, niet alleen wordt bij invoering van

bestuursrechtelijke mogelijkheden voor de AFM om informatie te verkrijgen het huidige model – alsmede de rol van de OK om een inhoudelijk oordeel te vellen – aangetast, op indirecte manier wordt de AFM op deze wijze de regelgevende instantie.

Het is hierbij van belang te melden, zoals de AFM en sommige respondenten ook aanstippen, dat de jaarrekening twee verschillende functies heeft: de functie van *verantwoordingsdocument* en van *disclosure document*. De eerste functie van de jaarrekening ligt op het vlak van het vennootschaprecht en behoort dus tot het burgerlijk recht. De tweede functie ligt inderdaad meer op het vlak van het effectenrecht dat volledig in het bestuursrecht is opgenomen, met uitzondering van het toezicht op de jaarrekening. Echter, zolang beide functies verbonden zijn met elkaar en zolang de (geconsolideerde) jaarrekening in ieder geval ook een belangrijke vennootschapsrechtelijke rol speelt, lijkt een invoering van meer publiekrechtelijk toezicht niet aangewezen. Meer details hierover zijn te vinden in *Publicatieverplichtingen voor Vennootschappen* door J.B.S. Hijink (2010) waarin een gedetailleerde juridische analyse is opgenomen van deze problematiek.

De vraag van de AFM om **specifieke** informatie bij ondernemingen op te vragen blijkt eveneens onnodig. De AFM wil informatie over de toepassing van de verslaggevingvoorschriften zonder dat een extern kenbare reden bestaat om te betwijfelen of deze wel juist zijn toegepast. Echter, de kern van de zaak is (of hoort te zijn) dat de twijfel bij de AFM wordt weggenomen (of niet) en niet dat per se specifieke documenten worden verkregen. Verbetering van de effectiviteit vanuit het oogpunt van de toezichthouder is in die zin wel te begrijpen (iedereen moet alles aanleveren zodat de toezichthouder minder of geen moeite hoeft te doen). Men mag echter niet uit het oog verliezen dat voor uitgevende instellingen de kosten fors dreigen toe te nemen wanneer zij elk door de AFM gewenst document moeten leveren. Op verzoek van de toezichthouder moeten zij allerlei documenten samenstellen, en dit terwijl ondernemingen wellicht op een voor hen veel goedkopere manier de twijfel kunnen wegnemen. Opnieuw wijzen we in dit opzicht op de mogelijke verbeteringen door, althans in eerste instantie, op een informelere manier aan toezicht te doen.

Daarnaast stippen we aan dat het informatierecht van de AFM verder reikt dan thans is toegepast. Belangrijk is aan te stippen dat, indien de AFM informatie wenst te krijgen van ondernemingen en deze laatste niet bereid zijn op de vraag van de AFM in te gaan, de AFM informatieoverdracht afdwingbaar kan maken. Dit recht van de AFM zit vervat in **art. 2:452 BW**: indien, na het geven van een mededeling en/of aanbeveling door de AFM de onderneming in kwestie niet bereid is om de nodige informatie aan de AFM te verstrekken, kan onder art. 2:452 BW de AFM naar de Ondernemingskamer stappen en vragen om haar eis afdwingbaar te maken. Het is dan aan de Ondernemingskamer om te toetsen of deze eis van de AFM gegrond is of niet. Dit artikel werd destijds in de wet gebracht om de AFM meer slagkracht te bezorgen.

De AFM maakt echter geen gebruik van deze bepaling²⁷. Een van de redenen is wellicht dat deze rechtsgang tijd en middelen vergt. Dit lijkt ons echter onvoldoende (of helemaal geen reden) om het betreffende artikel nooit te gebruiken. Bovendien doet de AFM publiekelijk haar beklag dat ze over te weinig formele bevoegdheden beschikt. Dit laatste valt moeilijk te rijmen met het niet hanteren van wettelijke bevoegdheden die ze *wel* bezit.

Het is inderdaad een feit dat een dergelijke rechtsgang tijd en middelen kost. Deze juridische mogelijkheid moet dan ook vooral worden beschouwd als “**een stok achter de deur**”, met name de stok waarmee kan worden geslagen wanneer een onderneming niet of onvoldoende meewerkt. De AFM heeft nogal eens publiekelijk laten weten over te weinig mogelijkheden te beschikken om de informatie te verkrijgen die zij wenst. Die mogelijkheid – vervat in artikel 2:452 BW – is er wel, alleen de AFM maakt er – om niet moverende redenen – geen gebruik van.

Wat wij de AFM aanraden is ondernemingen duidelijk te maken dat het de toezichthouder in de eerste plaats te doen is om de bij haar gerezen twijfel weg te nemen. Indien de onderneming hier niet in slaagt, moet de AFM ermee dreigen dat zij de onderneming via de openbare OK-procedure ondernemingen zal dwingen om voldoende informatie te verstrekken. Zodra de AFM dat een aantal keren heeft gedaan zal de

²⁷ Dit verklaart overigens waarom verscheidene respondenten geen weet hebben van deze specifieke wettelijke bevoegdheid van de AFM.

bereidheid om mee te werken door uitgevende instellingen (zo die er niet al zou zijn) sterk zijn gestegen. Geen enkele uitgevende instelling zal in de financiële pers terecht willen komen enkel en alleen vanwege een gebrek aan bereidheid mee te werken. Op dit moment verzwakt de AFM echter haar eigen positie door én niet van deze mogelijkheid gebruik te maken én publiekelijk haar beklag te doen dat ze zo weinig mogelijkheden heeft. In die zin is het dan ook weinig verwonderlijk dat ondernemingen minder bereidheid tonen mee te werken met de AFM, in de veronderstelling dat de AFM waarschijnlijk geen vergaande maatregelen kan of zal nemen.

Wij adviseren de AFM om in de toekomst meer gebruik te maken van de rechtsmiddelen die de Wtfv haar onder de huidige vorm aanreikt (zie ook onze aanbevelingen in Sectie 6.2.1 van dit rapport). Het is trouwens zo dat verschillende deskundigen, die niet op de hoogte zijn van deze bepaling in de wet, vinden dat het een goed idee is om een dergelijke bepaling te voorzien in de Wtfv (zie vraag 2.5 ad b). Daarenboven dient in gedachten gehouden te worden dat de AFM de enige instantie is in Nederland die de bevoegdheid heeft om informatie op te vragen bij ondernemingen bij twijfel. Een kleine belegger heeft geen formele bevoegdheid. Dit alles leidt ons ertoe te concluderen dat deze eerste wens van de AFM moeilijk begrijpbaar is, gegeven de huidige bevoegdheden waarover de AFM beschikt in de Wtfv.

Dit leidt er eveneens toe dat wij tot de bevinding zijn gekomen dat de AFM voldoende macht heeft om informatie op te vragen bij ondernemingen op basis van de Wtfv in haar huidige vorm. Men mag niet uit het oog verliezen dat ondernemingen er hoegenaamd geen baat bij hebben niet in te gaan op de vragen van de AFM en met de toezichthouder in conflict te gaan. Vandaar dat het instrument van aanbeveling (mededeling met openbaar karakter) volgens ons het belangrijkste instrument is waar de AFM over beschikt. Als de toezichthouder kan aanduiden dat materiële zaken in de jaarrekening ontbreken, of dat er materiële fouten aanwezig zijn in de verslaggeving dan moet zij de onderneming een restatement laten doen door een aanbeveling uit te sturen. De AFM moet volgens ons niet terughoudend zijn om dit instrument te gebruiken, zolang zij haar mening kan funderen. Daarvoor heeft de AFM natuurlijk informatie nodig van ondernemingen. Ondernemingen hebben er zelf geen baat bij informatie die de AFM

vraagt achter te houden. Doet ze dat toch, dan kan de AFM via de ondernemingskamer deze informatie alsnog inwinnen op basis van art. 2:452 BW. Bovendien hangt ondernemingen dan de dreiging boven het hoofd dat de AFM een procedure inschakelt bij de OK om de jaarrekening nietig te verklaren.

2. Afdwingbaarheid van aanbevelingen

De door de AFM gevraagde bevoegdheid om **aanbevelingen** bij de Ondernemingskamer **afdwingbaar** te maken vloeit voort uit haar wens om ondernemingen meer en sneller te kunnen verplichten informatie te verstrekken. Deze bevoegdheid heeft de AFM op dit moment niet, hoewel onder **art. 2:447 BW** de Ondernemingskamer wel degelijk vennootschappen kan bevelen de jaarrekening en het jaarverslag in te richten in overeenstemming met door haar te geven aanwijzingen:

Art. 2:447 BW:

1. Op verzoek van degenen die krachtens artikel 448 daartoe bevoegd zijn, kan de Ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam aan een rechtspersoon of vennootschap als bedoeld in artikel 360 waarop deze titel van toepassing is, een effectenuitgevende instelling als bedoeld in artikel 1, onderdeel b, van de Wet toezicht financiële verslaggeving of een beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 1, onderdeel c, van de Wet toezicht beleggingsinstellingen bevelen de jaarrekening, het jaarverslag of de daaraan toe te voegen overige gegevens in te richten overeenkomstig door haar te geven aanwijzingen.

Er heerst een zekere ambiguïteit tussen de verschillende juridische experts die wij specifiek gevraagd hebben dit artikel te interpreteren. Volgens de ene bron beschikt de AFM op basis van dit artikel reeds over de bevoegdheid om aanbevelingen afdwingbaar te maken. Volgens een andere juridische bron is de huidige wettekst hier niet voldoende duidelijk over en kan een (eenvoudige) wetswijziging erin bestaan om de AFM expliciet de bevoegdheid te geven om aanbevelingen afdwingbaar te maken bij de Ondernemingskamer.

Deze wens van de AFM is op zich zeker te begrijpen en een meerderheid van respondenten is voor afdwingbaarheid van aanbevelingen. Indien men de afdwingbaarheid van een aanbeveling juridisch mogelijk wenst te maken, kan dit door middel van een relatief beperkte wijziging van Boek 2 BW: een nieuw art. 2:447a zou er in kunnen voorzien dat de AFM bij de Ondernemingskamer een naleving van een

aanbeveling kan afdwingen. Dit is een mogelijke wetswijziging die wij ondersteunen. Een dergelijke wijziging zou ook de ambiguïteit die er op dit moment heerst over art. 2:447 BW kunnen wegnemen.

Echter, men kan zich de vraag stellen of voldoen aan deze wens eigenlijk wel noodzakelijk is, gegeven de huidige bevoegdheden van de Nederlandse toezichthouder. Het is in deze discussie belangrijk voor ogen te houden dat ondernemingen hoegenaamd geen prikkels hebben om de bevoegdheden (verzoeken tot toelichting, mededelingen en in ieder geval aanbevelingen) van de AFM te negeren. Zoals aangetoond in dit rapport hebben aanbevelingen mogelijk ingrijpende gevolgen voor de beurskoersen van ondernemingen. De reputatie van de onderneming ligt onder vuur wanneer zij een aanbeveling krijgt van de AFM en deze niet uitvoert. Qua reputatieschade zou een gedwongen opvolging van een aanbeveling bijna even zware gevolgen hebben voor de onderneming als de vernietiging van de jaarrekening zelf. Bovendien kan de AFM dreigen om naar de OK te stappen en de formele vernietiging van de jaarrekening te vragen wanneer ondernemingen weigeren in te gaan op de aanbevelingen van de AFM en wanneer de feiten voldoende ernstig zijn.

Niettemin komen wij tot de conclusie dat het wenselijk is dat de AFM de **expliciete** bevoegdheid krijgt om via de Ondernemingskamer aanbevelingen afdwingbaar te maken in die zin dat de AFM de Ondernemingskamer kan verzoeken de onderneming te bevelen een bericht in de zin van artikel 3 lid 2 Wftv algemeen verkrijgbaar te stellen. Daarbij veronderstellen wij dat de Ondernemingskamer in het geval van een dergelijk verzoek van de AFM zelf beoordeelt of de financiële verslaggeving niet aan de voorschriften voldoet. Een dergelijke bevoegdheid van de AFM zal tevens meer transparantie scheppen in de wettelijke bevoegdheden van de AFM en kan gebeuren door middel van een beperkte wijziging van Boek 2 BW.

3. Chinese Walls

Wat de Chinese walls betreft komen we tot de conclusie dat het niet wenselijk zou zijn deze Chinese walls op korte termijn weg te halen. Wij zien in dat de taak van de

betreffende afdeling van de AFM gemakkelijker zou zijn indien zij vrij informatie zouden kunnen opvragen bij de toezichthouders op de accountants.

Echter, de Chinese walls zijn er destijds niet toevallig gekomen, maar wel omdat dit type van toezicht afwijkt van de andere domeinen van toezicht. Omdat de Wtfv eigenlijk tussen het bestuursrecht en het burgerlijk recht zit (en bij een burgerlijke rechter getoetst dient te worden), kan er geen vrij verkeer van informatie-uitwisseling zijn tussen de toezichthouder op de accountant (via de Wta, deel van het bestuursrecht) en de toezichthouder op de verslaggeving (via de Wtfv, deel van burgerlijk recht). Stel dat er een Wta dossier bestaat over een onderneming dan zou men, indien er geen Chinese walls bestaan, via een omweg het pad van de Wtfv kunnen doorkruisen (met dit pad worden de vier stappen die de AFM kan nemen zoals beschreven in de Wtfv bedoeld). De opzet van de Wtfv wordt op die manier onderuit gehaald. Gegeven dat de Wtfv voornamelijk in het burgerlijk recht zit vervat, hebben Chinese walls hun (juridische) functie. Er zijn wel degelijk legitieme redenen waarom de Wtfv destijds niet in het bestuursrecht werd gepositioneerd (zie Sectie 2 voor meer details).

Daarenboven blijkt uit de gesprekken met verscheidene deskundigen dat de kritiek van de AFM dat de Chinese Walls een forse belemmering vormen voor het toezicht te sterk is aangezet. Doorgaans meent men dat het toezicht voldoende goed kan functioneren op basis van de openbaar gemaakte informatie. Dat is immers het aanknopingspunt voor het toezicht. In heel bijzondere omstandigheden is het voor te stellen dat in het kader van accountantstoezicht bestuursrechtelijke informatie is verzameld die relevant kan zijn voor het lopende toezicht op financiële verslaggeving. Een oplossing voor deze tweede wens van de AFM kan er in bestaan dat, wanneer er relevante informatie naar boven komt bij een van de toezichtafdelingen, deze informatie publiekelijk bekend wordt gemaakt en zo dus ook de afdeling Wtfv bereikt. Het toezicht op accountants voorziet echter reeds in de mogelijkheid om een openbare tuchtprocedure te starten. Waar in de toekomst naar gekeken kan worden is of dergelijke conclusies (bijvoorbeeld uit het toezicht op accountants) buiten dergelijke procedures (sneller) openbaar kunnen worden gemaakt. Dan is de informatie daarmee openbaar en ook beschikbaar voor het toezicht op verslaggeving. Zeker met de langere periode waarbinnen een procedure bij de OK

omtrent de verslaggeving kan worden ingesteld zou dat een werkbare variant moeten zijn. De formele Chinese walls hoeven niet te worden neergehaald om hetzelfde resultaat te krijgen als wanneer deze niet zouden bestaan, namelijk dat andere afdelingen toch de informatie krijgen. De oplossing ligt erin dat de informatie publiek wordt gemaakt.

4. Verlenging van 6 naar 9 maanden

We kunnen stellen dat er op basis van de resultaten van het onderzoek geen fundamentele veranderingen aangebracht behoeven te worden in de Wtfov. Wel kunnen wij ons vinden in de door de AFM gevraagde verlenging van de periode waarbinnen ze een zaak kan aanspannen bij de rechter (OK) te verlengen van 6 naar 9 maanden. Een dergelijke wijziging zou, alles bij elkaar beschouwd, volgens ons toezicht op financiële verslaggeving ten goede komen. Uit onze interviews blijkt nochtans dat een kleine meerderheid eigenlijk van mening is dat 6 maanden voldoende moet zijn voor de AFM. Er zijn enkele relevante nadelen verbonden aan het verlengen van deze termijn, zoals de lagere tijdigheid van informatie (wat ook de waarderelevantie naar beneden kan halen; een kenmerk van rapportering dat door deskundigen als hoogst belangrijk wordt beschouwd) en de kans dat de AFM minder efficiënt te werk gaat. Echter, deze kosten wegen volgens ons niet op tegen de mogelijke baten van een verlenging. De kans dat frauduleuze praktijken in de verslaggeving ontdekt worden door de AFM is significant groter wanneer de AFM meer tijd krijgt. De maatschappelijke kosten van fraude zijn heel groot en daarenboven ondermijnt fraude het vertrouwen in de markt. Als de AFM beter haar taak kan uitoefenen door 9 maanden toezicht te kunnen houden na het verschijnen van een jaarrekening, dan is een dergelijke aanpassing van de wet wenselijk. Bovendien is het zo dat een materiële fout in een niet-recente jaarrekening nog altijd een fout blijft. Het is aan marktparticipanten om te bepalen of dat een invloed heeft op de marktwaarde van de onderneming of niet, en niet aan de AFM om te bepalen wat relevant is en wat niet. Een laatste reden waarom de verlenging een goede zaak zou zijn is dat wanneer een onderneming nu weigert om voldoende informatie te geven en wacht totdat de termijn van 6 maanden verstreken is, de onderneming het jaar erop toch bovenaan de lijst van de

AFM komt te staan en doorgelicht wordt 12 maanden erna. Als er iets fundamenteels fout is met de jaarrekening, is het goed dat de AFM sneller kan ingrijpen.

Conclusie:

Na het grondig bestuderen van de bevoegdheden die de Wtfv de AFM verleent en na het aanhoren en inventariseren van alle deskundigen en respondenten, zijn wij als onafhankelijke onderzoekers tot de conclusie gekomen dat er geen fundamentele wijzigingen in de Wtfv nodig zijn. Het is daarbij niet wenselijk om de AFM de bevoegdheid te geven specifieke informatie op te kunnen vragen bij ondernemingen, de Wtfv onder te brengen in het bestuursrecht, alsook om de Chinese walls naar beneden te halen.

Een verlenging van de periode van 6 naar 9 maanden waarbinnen de AFM bij de Ondernemingskamer kan aankloppen is wel wenselijk. Tot slot zijn wij ook de mening toegedaan dat de AFM de expliciete bevoegdheid zou moeten krijgen om via de Ondernemingskamer aanbevelingen juridisch afdwingbaar te maken.

6.2 Voorgestelde wijzigingen in het door de AFM uitgevoerde toezicht

In deze sectie stellen we een aantal aanpassingen voor in de werkwijze van de AFM en de manier waarop de AFM de Wtfv hanteert om toezicht te houden bij Nederlandse ondernemingen. Eerst stellen we een aantal concrete wijzigingen voor in de werkwijze op zich (sectie 6.2.1). Daarna volgen onze suggesties met betrekking tot de inhoud en transparantie van de jaarverslagen van de AFM (sectie 6.2.2) en onze voorstellen met betrekking tot het door de AFM gehanteerde risicomodel (sectie 6.2.3). Tot slot geven we enkele suggesties mee van verdere thema onderzoeken die de AFM kan uitvoeren in de toekomst (sectie 6.2.4).

6.2.1 Wijze waarop de AFM toezicht houdt

Veel van de deskundigen die we gesproken hebben vonden dat de AFM op een andere manier aan toezicht zou kunnen doen om op effectievere wijze haar doel te bereiken. Ook in de open vragen van de elektronische enquêtes bestond er ruimte voor respondenten om opmerkingen te plaatsen en suggesties te doen met betrekking tot de werking van de AFM. Wij konden op basis van deze gesprekken en antwoorden een aantal concrete elementen distilleren die volgens deskundigen zouden leiden tot een betere werking van de AFM. Elk van deze suggesties wordt hieronder in detail besproken. We geven bij elk van de voorgestelde aanpassingen ook aan of wij als onderzoekers het voorstel delen of niet.

1. Het gebruik van art. 2:452 BW om informatie te verkrijgen

Zoals in de vorige sectie uitgelegd raden we de AFM aan om meer gebruik te maken van de rechtsmiddelen die op dit moment in de Wtfov beschikbaar zijn. We wijzen hierbij in hoofdzaak op art. 2:452 BW dat er in voorziet om via de Ondernemingskamer ondernemingen die niet bereid zijn met de door de AFM gevraagde informatie over de brug te komen alsnog te dwingen deze informatie aan te reiken. Een meer gedetailleerde beschrijving van deze bepaling en de redenen waarom de AFM deze bepaling meer dient te gebruiken zijn te vinden in Sectie 2, in het antwoord op vraag 2.5 in Sectie 4.1 en in Sectie 6.1 van dit rapport.

2. Drempel om naar de Ondernemingskamer te stappen

De zaak Spyker draaide uit in het nadeel van de AFM. Dit heeft ertoe geleid dat de AFM terughoudender is geworden om nog nieuwe zaken aan te spannen bij de Ondernemingskamer. Bij de zaak Spyker ging de reputatie van de AFM ook een stuk teloor, zo dacht men zelf. Vele deskundigen vinden het een spijtige zaak dat de AFM op die manier reageert. Daar is volgens hen geen enkele reden toe. Wij sluiten ons hierbij volledig aan. Het kan volgens ons niet dat, omwille van een enkele affaire, de mindset

van een toezichtorgaan en haar gedrag hierdoor verandert. Voor een toezichthouder mag het eigenlijk niet zo veel uit maken hoeveel maal ze een zaak verliest of wint. Indien men een zaak aanspant en de rechter oordeelt in het nadeel van de AFM, dan is dit eigenlijk goed nieuws. Het betekent namelijk dat er uiteindelijk weinig fundamenteel fout is met de jaarrekening van de onderneming in kwestie. En indien de AFM de zaak wint, is het goede nieuws dat de toezichthouder de materiële fout gevonden heeft. Dat is precies de bedoeling van toezicht. Een zaak verliezen betekent echter in geen geval gezichtverlies voor een toezichthouder. De AFM is een ander soort burgerlijke partij dan een individuele aandeelhouder zou zijn. Het mag voor een toezichthouder niet zozeer gaan om het winnen of verliezen van een individuele zaak, maar wel om ervoor te zorgen dat er aan goede verslaggeving wordt gedaan. Daarenboven is het zo dat, zelfs al verliest de AFM een zaak, het grote publiek toch op de hoogte is gesteld van de mogelijke problemen met de jaarrekening van een onderneming. Nochtans denkt een significant aantal deskundigen dat de AFM zich als toezichthouder nog te veel wil “bewijzen” en dat ze daarom bij de Ondernemingskamer ook de zaak wil “winnen” en een veroordeling zien. Ook hebben de onderzoekers van dit rapport zelf kunnen vaststellen uit gesprekken met de toezichthouder dat de AFM behoorlijke reputatieschade knoopt aan een verloren rechtszaak. Deze mindset van de AFM is verkeerd en wij raden de AFM aan om deze te veranderen.

Daarnaast is het belangrijk dat de AFM zich in eerste instantie houdt aan het gangbare juridische pad wanneer ze beslist om naar de Ondernemingskamer te stappen (zie ook Spyker zaak).

Conclusie

Wij zouden de AFM dan ook aanraden om **niet terughoudend** te zijn om een onderneming voor de Ondernemingskamer te dagen wanneer zij voldoende redenen heeft om te vermoeden dat er materiële tekortkomingen aanwezig zijn in de jaarrekening. We raden de AFM hierbij ook aan het **gangbare juridische pad** te volgen zoals dat is uitgestippeld in de Wtfv.

3. De manier van toelichting en informatie vragen

Uit een groot aantal interviews blijkt dat vele deskundigen die met de AFM te maken hebben niet enthousiast zijn over de wijze waarop de AFM vragen stelt en toelichtingen verzoekt bij ondernemingen. Uit onze interviews distilleren wij de volgende drie belangrijke punten van kritiek: (1) de **toon** waarmee de AFM informatie opvraagt en extra toelichting vraagt bij ondernemingen is te streng en zeer juridisch ingestoken, (2) de **taal** van communicatie is altijd in het Nederlands en (3) de ondernemingen krijgen slechts 10 dagen als **termijn** om op de vragen van de AFM te antwoorden.

(1) De toon

Negen van de bevroegde deskundigen vermelden expliciet dat de toon waarmee de AFM communiceert te streng is en heel juridisch is ingestoken. Er heerst het gevoel dat de ondertoon in de vragen van de AFM is gebaseerd op een relatie van wantrouwen tegenover de gecontroleerde instantie (zie sectie 4.1.3 vraag 2.3). Bovendien is het zo dat tijdens het interview het merendeel van de deskundigen die reeds met de AFM te maken heeft gehad via hun cliënten of in hun onderneming hierover een opmerking maakt.

Het feit dat de toon juridisch ingestoken is kan voor een deel verklaard worden door het feit dat de AFM zich als toezichthouder enkel kan baseren op de juiste toepassing van IFRS. Een deskundige vermeldt dan ook dat in de eerste ronde van een review door de AFM inderdaad eerder op een juridische manier gecommuniceerd kan worden. Echter, de toon van de AFM is volgens vele deskundigen te streng (veelal omschreven als ‘bitsig’ en af en toe zelfs als ‘arrogant’). Volgens velen is het alsof de achterliggende gedachte bij de AFM is dat elke onderneming te kwader trouw rapporteert en moedwillig relevante elementen achterwege laat. Merkwaardig is dat deze kritiek door verscheidene instanties werd geuit (niet enkel accountants en CFOs, maar ook juridische experts en zelfs een gebruiker van financiële informatie) en dat de kritiek telkens in dezelfde richting wijst: de AFM communiceert met ondernemingen op basis van een relatie van **wantrouwen in plaats van vertrouwen**. De meeste deskundigen zijn het er over eens dat de AFM meer informatie zou kunnen verkrijgen van ondernemingen indien ze een iets zachtere toon aanslaat en indien de AFM op een meer informelere manier toelichtingen opvraagt.

Hierbij dienen twee belangrijke opmerkingen te worden gemaakt. Ten eerste vermelden verschillende deskundigen dat recentelijk de toon van de AFM milder is geworden en dat ze nu ook al eens durft op een iets informelere wijze informatie op te vragen bij ondernemingen. Echter, de meesten zijn het er over eens dat er nog veel ruimte is voor verbetering op dit vlak. Ten tweede is het interessant dat een van de accountants die we interviewden op dit punt aanhaalde dat de accountant zijn cliënt kan bijstaan in het “vertalen” van de brieven van de AFM naar een meer begrijpbare taal. De accountant heeft meer ervaring met de brieven en kan gemakkelijker aangeven aan zijn cliënt welke informatie nu precies gevraagd wordt door de toezichthouder.

(2) De taal

De vragen die de AFM stelt zijn altijd in het Nederlands geformuleerd, ook al heeft de AFM er weet van dat het management van een bepaalde onderneming die aangeschreven wordt volledig of grotendeels Engelstalig is. Vele ondernemingen en accountants ergeren zich aan deze praktijk. Wij beschouwen deze kritiek als terecht. De AFM zou er zelf beter van worden als de vragen die ze stelt in de taal van het management zouden zijn opgesteld. Op die manier ontwijkt men ook het gevaar dat bij het vertalen de onderneming de vraag van de AFM verdraait of anders interpreteert. Dit laatste kan opnieuw tot vertraging en inefficiëntie leiden in het toezichtproces.

(3) De termijn

Momenteel hanteert de AFM een standaardtermijn van 10 dagen waarbinnen een onderneming dient te antwoorden op de vragen van de AFM. De onderneming kan een verlenging vragen en in vele gevallen doet men dat ook. De AFM kan dan beslissen hier mee akkoord te gaan of niet. Zoals verschillende deskundigen die van dichtbij te maken hebben met de AFM vermelden, lijkt 10 dagen ons inderdaad te weinig voor ondernemingen om op accurate wijze te kunnen antwoorden op de vragen van de AFM. Hier zijn verschillende redenen voor. De accountant wordt in de meeste gevallen op de hoogte gesteld en om advies gevraagd. De vragen zijn soms erg technisch en juridisch ingestoken, wat meer voorbereiding vergt. De vragen komen veelal in een vakantieperiode, waarbij het moeilijker is voor een onderneming om de juiste personen te

bereiken binnen de organisatie om antwoorden te formuleren. In sommige gevallen dienen de vragen ook eerst nog vertaald te worden vooraleer ze voor te leggen zijn aan het management (zie vorig punt).

Dit probleem lijkt ons opgelost te kunnen worden door de termijn te verlengen naar een periode van bijvoorbeeld 20 dagen of drie weken. De AFM kan onmogelijk verwachten dat de onderneming een accuraat antwoord geeft wanneer het de onderneming hier nauwelijks de tijd voor geeft. Bovendien blijkt uit onze verkregen informatie dat de AFM zelf ook meer dan 10 dagen de tijd nodig heeft om de verkregen informatie om te zetten in een beslissing om een mededeling te doen of niet. Het is in het belang van de AFM dat ondernemingen voldoende mogelijkheden en tijd krijgen om de gerezen twijfel weg te nemen.

Conclusie

Wij kunnen ons vinden in elk van deze drie punten van kritiek en raden daarom de AFM aan om hun manier van toelichting vragen op elk van deze **drie punten aan te passen**. Ten eerste raden we de AFM aan om de vragen in het Engels te stellen, wanneer zij weet heeft dat de onderneming in kwestie de vragen toch eerst moet zien vertaald te krijgen. Zo lijkt de toezichthouder niet alleen professioneler, maar deze heeft er zelf enkel baat bij. Ten tweede zou een verlenging van de standaard termijn van 10 naar bijvoorbeeld 20 dagen ons een verbetering lijken, aangezien ondernemingen voldoende tijd nodig hebben om op de vragen een bevredigend antwoord te kunnen geven. Ten derde adviseren we de AFM ook om op informelere manier aan toezicht te doen en waar mogelijk een minder strenge toon aan te slaan in de communicatie en in de correspondentie. Dit is niet altijd vanzelfsprekend, want de AFM dient zich natuurlijk te beroepen op wat in de IFRS regels staat. Nochtans is hier de voorbije jaren verbetering in vast gesteld en is er nog verdere verbetering mogelijk. Vele deskundigen zijn er van overtuigd dat de AFM meer en sneller informatie zal kunnen verkrijgen bij ondernemingen wanneer ze die bij wijze van spreken gewoon even opbelt en de onderneming op informele manier aanspreekt over bepaalde items in haar jaarrekening. Ondernemingen hebben in ieder geval weinig prikkels om de AFM tegen te werken. Een aanbeveling kan immers gepaard gaan met significant negatieve aandelenreacties en de reputatie van de onderneming tegenover haar

aandeelhouders staat op het spel. Ondernemingen schrikken meestal wanneer ze een brief van de AFM in de bus krijgen (wat eigenlijk geen negatief gegeven is). Ze willen doorgaans dan ook de twijfel bij de AFM zo snel mogelijk wegnemen. De AFM lijkt zich op dit gebied misschien wel te weinig van bewust te zijn van haar eigen macht.

4. De inhoud van de toelichtingvragen

Zoals blijkt uit het antwoord op vraag 1.9 (sectie 3.3.2) en vraag 2.3 (sectie 4.1) en zoals de onderzoekers van dit rapport zelf hebben kunnen constateren vertegenwoordigt de inhoud van vele vragen die de AFM stelt aan ondernemingen **weinig materieel belang**. Elf deskundigen geven in het gesprek expliciet aan dat de AFM haar controles meer moet richten op de materiële en relevante zaken en minder op de details wil ze als toezichthouder echt serieus worden genomen. Slechts twee deskundigen vinden dat de vragen van de AFM in de meeste gevallen een materieel belang vertegenwoordigen.

Het klopt dat de AFM zich moet beroepen op de correcte toepassing van IFRS. Dit is voor vele deskundigen echter geen excuus om de materialiteit van de vragen uit het oog te verliezen. Bijna alle respondenten die van dichtbij te maken hebben met de AFM zijn van mening dat de dektop reviews **technisch correct** worden uitgevoerd en dat de vragen van de AFM inderdaad peilen naar de correcte toepassing van IFRS. Dit wijst erop dat de AFM wel degelijk kennis ter zake heeft en goed toezicht uitvoert. Echter, de vragen richten zich vaak te veel op het nagaan of alle mogelijke, wellicht minder relevante, toelichtingen zijn gegeven. Vele deskundigen vragen zich dan ook af of de wijzigingen in de jaarrekeningen die daarop gebeuren eigenlijk wel het getrouw beeld van vermogen en resultaat verhogen. Ook merken sommige deskundigen op dat meer bevoegdheden voor de AFM in deze zin geen enkele garantie bieden dat de AFM dan ook effectief relevantere vragen zal stellen.

Wij vragen ons af of deze kritiek wel terecht is. De taak van de AFM bestaat erin om ervoor te zorgen dat IFRS correct wordt toegepast. In die zin levert de AFM goed werk aangezien de meeste deskundigen het er over eens zijn dat de vragen die de AFM stelt wel degelijk terecht zijn. Wij zijn van mening dat indien ondernemingen gedwongen

worden om IFRS naar de letter toe te passen (omdat ze weten dat ze anders de AFM over de vloer krijgen), dit op zich de kwaliteit van verslaggeving verhoogt alsook de vergelijkbaarheid met andere ondernemingen. De AFM heeft in dit verband een **disciplinerende werking** en dat is precies het doel van een toezichthouder. Wij zien niet direct het probleem dat bepaalde zaken die de AFM vraagt minder materieel zijn.

In die zin hebben wij ook geen probleem met het relatief hoge aantal mededelingen dat de AFM doet, in tegenstelling tot sommige deskundigen. Dat waren er 35 in 2009, wat inderdaad een hoog aantal lijkt tegenover het aantal ondernemingen dat gecontroleerd wordt door de AFM. Echter, dit is volgens ons eigenlijk geen probleem als er voor gezorgd wordt dat deze ondernemingen de volgende keer IFRS zullen toepassen zoals het hoort. De AFM interpreteert niet maar wijst ondernemingen erop dat ze IFRS moeten toepassen. Dat is hun taak. Wij hebben wel een punt van kritiek op de manier waarop de AFM in haar jaarverslag spreekt en rapporteert over het aantal mededelingen (zie sectie 6.2.2). We hebben geen probleem met het groot aantal mededelingen.

Het klopt dat, indien iets echt materieels fout was, men meer aanbevelingen zou verwachten. In totaal zijn sinds 2007 echter slechts een 13-tal aanbevelingen uitgegeven. Het feit dat dit aantal laag ligt, wijst er op zich misschien zelfs op dat de kwaliteit van verslaggeving over het algemeen goed is in Nederland. Dit zou men niet vermoeden wanneer men het aantal mededelingen beschouwt die de AFM doet, maar wij zien daar geen probleem gegeven de taak van de toezichthouder om ervoor te zorgen dat IFRS correct wordt toegepast en vinden de kritiek op de inhoud van de vragen dus grotendeels onterecht.

Een aantal deskundigen geeft ook aan dat de AFM efficiënter te werk kan gaan. Naast de focus verleggen op materiële zaken kan de AFM ervoor opteren om het desktop review selectieproces op te delen in twee delen. Het eerste deel kan bestaan uit een selectie van ondernemingen die op voorhand gebeurt. Dit is de huidige gang van zaken bij de AFM. In een tweede gedeelte kan de AFM haar controles baseren op signalen in de huidige (meest recente) jaarrekening, zoals vreemde patronen in accruals. Deze suggestie leggen wij verder uit in sectie 6.2.3.

Conclusie

Wij zijn van oordeel dat de vaak gehoorde **kritiek op de inhoud** van de vragen die de AFM stelt eigenlijk **niet terecht** is. De taak van de AFM is, zoals trouwens ook door vele deskundigen aangehaald, niet om IFRS te interpreteren maar wel om ervoor te zorgen dat IFRS correct wordt toegepast. Uit ons onderzoek blijkt dat de AFM op dit gebied wel degelijk goed werk levert en een disciplinerende rol vervult. Sinds de AFM verhoogd toezicht kan uitvoeren op basis van de Wtfov, zijn ondernemingen zich bewust van het feit dat een derde partij toezicht houdt op hun verslaggeving. Dit dwingt hen er toe IFRS beter toe te passen (en leidt zo tot meer compliance). Indien men gelooft dat IFRS van hoge kwaliteit is (en dat blijkt zo te zijn uit ons onderzoek), kan men deze praktijk niet anders interpreteren dan positief.

6.2.2 Wijze waarop de AFM rapporteert

Zoals meerdere respondenten aanhalen, dient de AFM haar toezichtactiviteiten consistent en zorgvuldiger toe te lichten in haar jaarverslag. De beschrijving van activiteiten in het jaarverslag is wellicht niet aan bepaalde standaarden onderhevig, in tegenstelling tot de verslaggeving van de door de AFM gecontroleerde ondernemingen. Echter, daar de AFM transparantie van verslaggeving voor buitenstaanders beoogt te bevorderen, zou het haar ook passen om zelf in alle aspecten van haar rapportering een zo consistent en transparant mogelijk beeld te geven van haar activiteiten. Aangezien daarnaast de kosten van toezicht gedragen worden door de maatschappij, is een duidelijk overzicht van activiteiten en resultaten in dit opzicht ook van belang. Wij benadrukken dat dit laatste punt **niet** suggereert dat de AFM momenteel haar middelen inefficiënt aanwendt, alleen dat de huidige rapportering betreffende haar toezichtactiviteiten in het jaarverslag aangevuld en verduidelijkt kan worden en op een professionelere manier kan gebeuren.

Tabel 6.1: Toezichtactiviteiten financiële verslaggeving 2009:

Onderwerp controle	Aantal afgeronde onderzoeken	Aanleiding	Aantal	In orde/niet in orde	Aantal
Halfjaarlijkse verslaggeving	35	<i>Geen verdere informatie in het activiteitenverslag gegeven</i>			
Jaarlijkse verslaggeving	63	Opvolging mededelingen uit 2008	24: 18 in orde, 6 niet in orde	In orde	25 (18+7)
		Nieuwe onderzoeken*	39: 7 in orde, 32 niet in orde	Niet in orde – toelichting gevraagd	38 (6+32)
Totaal	98		63		63

* Dit zou ook aangevuld kunnen worden met uitleg over de redenen voor het uitvoeren van desktop reviews, zonder specifiek in te gaan op welke ondernemingen onderzocht zijn, zoals in het aparte activiteitenverslag wordt gedaan.

Tabel 6.2: Overzicht toelichtingen

	Aantal	Onderwerp
Onderneming neemt twijfel AFM weg	2	<i>In deze kolom kan bij elke categorie worden aangeven op welke onderwerpen de gevraagde toelichtingen betrekking hadden en hoe vaak deze onderwerpen aan bod kwamen.</i>
Mededeling(en) gedaan	35 ²⁸	
Mededelingen + aanbeveling	1	
Totaal aantal	38	

Uit de interviews is duidelijk gebleken dat het voor buitenstaanders niet altijd duidelijk is hoeveel ondernemingen worden gecontroleerd en wat de resultaten hiervan zijn. Wat wellicht verwarring veroorzaakt is dat in het jaarverslag zelf de toezichtactiviteiten niet

²⁸ Op pagina 80 van het AFM jaarverslag staat: “Aan 33 instellingen werden één of meer mededelingen gedaan, waarvan er één (2008: twee) vergezeld werd van een aanbeveling.” Op basis van de tabel in het aparte activiteitenverslag zou dit 36 moeten zijn in plaats van 33.

even uitgebreid worden toegelicht als in het aparte activiteitenverslag dat op de website van de AFM beschikbaar is.²⁹

Om dit probleem te verhelpen kan de AFM er bijvoorbeeld voor kiezen om steeds duidelijk aan te geven waar additionele informatie betreffende toezichtactiviteiten gevonden kan worden (er kan bijvoorbeeld in het jaarverslag een duidelijke link naar het aparte en uitgebreidere activiteitenverslag gegeven worden). Daarnaast zou de AFM ervoor kunnen kiezen om ook een samenvattende tabel van toezichtactiviteiten in het jaarverslag zelf op te nemen, zoals reeds gedaan wordt in het aparte activiteitenverslag. In tabellen 6.1 en 6.2 is als voorbeeld een schematisch overzicht gegeven van de toezichtactiviteiten van de AFM voor 2009, gelijkaardig aan de bestaande tabellen in het aparte activiteitenverslag³⁰.

Naast het streven naar meer transparantie in het rapporteren van hun activiteiten, adviseren wij de AFM ook om op een iets andere toon de uitgevoerde activiteiten te rapporteren. Beschouw volgende passage in het jaarrapport van de AFM van 2009:

“Hoewel de AFM in 2009 een gelijk aantal onderzoeken naar de jaarlijkse financiële verslaggeving uitvoerde als in 2008, is het aantal ondernemingen waaraan zij een of meer mededelingen heeft gedaan toegenomen met twintig procent.”

Het aantal mededelingen lijkt ons een inadequate maatstaf van kwaliteit van toezicht of van efficiëntie van de werking van de AFM. Het aantal uitgevoerde desktop reviews zou een meer geschikte maatstaf zijn van efficiëntie of kwaliteit van het uitgevoerde toezicht. Deze informatie wordt niet expliciet vermeld. Een groot aantal mededelingen kan er op wijzen dat er vele fouten in de jaarrekening zitten en dat lijkt ook wat de AFM ons wil doen geloven.

²⁹ Zie: <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/effectenuitgevende-ondernemingen/financiele-verslaggeving/activity-reports.aspx>.

³⁰ Deze tabellen staan in het activiteitenverslag van 2009 in bijlage A op pagina's 32 tot en met 34. Zie: http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/effectenuitgevende-ondernemingen/financiele-verslaggeving/~/_media/1209615FCF9A4FC59DB728DBE35E85F6.ashx.

Conclusie

Wij zijn de mening toegedaan dat de AFM meer respect en gezag zal genieten bij alle belanghebbenden wanneer zij op een **consistentere** en **transparantere** manier rapporteert over haar activiteiten. Op dit moment gebeurt het rapporteren op een manier waardoor er mogelijk de indruk ontstaat dat ondernemingen te kwader trouw rapporteren. De resultaten van dit onderzoek wijzen op het tegendeel. Sterker, de AFM zelf heeft een positieve bijdrage geleverd aan de kwaliteit van verslaggeving.

6.2.3 Wijze waarop de AFM risico's analyseert

Zoals eerder besproken, is gebleken dat een aantal deskundigen vindt dat de AFM efficiënter en doeltreffender te werk moet gaan. In de interviews en elektronische enquêtes is daarom ook gevraagd naar de mening van respondenten betreffende het risicoanalysemodel van de toezichthouder. Suggesties ter verbetering van dit model kunnen bijdragen aan een beter functioneren van toezicht, daar de selectie van ondernemingen effectiever plaats kan vinden. In wat volgt worden eerst de resultaten uit de interviews besproken, gevolgd door de resultaten uit de elektronische enquêtes. Tot slot worden algemene conclusies en suggesties aangaande het risicoanalysemodel aangegeven.

Resultaten uit de interviews:

Aan alle geïnterviewden werd de volgende vraag voorgelegd:

Vraag: Welke risico indicatoren dienen volgens u aanwezig te zijn in de risico analyse die een toezichthouder uitvoert om te bepalen of een onderneming nader onderzocht dient te worden of niet?

De antwoorden op deze vraag zijn in tabel 6.3 weergegeven. Uit de antwoorden blijkt dat vooral de marktomstandigheden en het inherente risico in een bepaalde sector een belangrijke risicofactor is volgens respondenten, alsook bijzondere gebeurtenissen die

hebben plaatsgevonden, zoals overnames of fusies, veranderingen in waarderingsregels, accountantswisselingen en bestuurswisselingen. Daarnaast zijn ook corporate governance mechanismen en ervaringen uit het verleden factoren die volgens de geïnterviewde deskundigen van belang zijn.

Tabel 6.3: Voorstellen risicoanalysemodel uit interviews

Antwoord	# keer vermeld
Instabiliteit/Risico sector (bv. complexe waarderingsmaatregelen voor vastgoed, financiële ondernemingen)	8
Bijzondere transacties/gebeurtenissen (bv. overnames/fusies)	6
Financiële positie, going concern problemen, instabiliteit bedrijf	5
Disclosures risico's	4
Mate opvolging corporate governance codes	3
Verandering waarderingsregels	3
Ervaringen uit het verleden	3
(Onverwachte) bestuurswisseling	3
Wisseling accountant	2
Maatschappelijk belang van het bedrijf	2
Afwijking van peers	1
Internationale afstemming van risico's	1
Zware investering met vreemd vermogen	1
Emissie aandelen	1
Jaarverslag	1
Nieuwsberichten, gevoelige zaken, winstwaarschuwingen	1
Cash flow statement	1
Bedrijven die te stabiel overkomen	1
Ingewikkelde derivaten	1
Insider trading	1
Tijdigheid rapportering	1
Fluctuaties in kostenposten	1
Sustainability index	1
Accountantsverklaring	1
Relatie tussen loon en prestaties onderneming	1
Random selection	1

Een belangrijke aanvulling volgens respondenten (en volgens de auteurs van dit rapport) is om het analysemodel meer toe te spitsen op de **huidige** jaarrekening. De AFM baseert momenteel haar risicoanalysemodel op de verslaggeving van vorig jaar. Het is volgens respondenten echter ook belangrijk dat er gekeken wordt naar zaken als de huidige

financiële positie, going concern problemen en andere zaken in de huidige jaarrekening. De AFM heeft de taak om op een tijdige manier problemen aan het licht te brengen. Tot slot geeft één respondent aan dat de AFM wellicht juist geen risicoanalyse model moet gebruiken, maar ondernemingen willekeurig moet onderwerpen aan controles. Hierdoor zou een desktop review minder als “straf” ervaren worden. Wel moet afgewogen worden of dit een efficiënter en effectiever proces is dan het controleren van ondernemingen die meer risico lopen op fouten in de verslaggeving.

Resultaten uit de elektronische enquêtes:

In de elektronische enquête kregen respondenten 30 mogelijke risico-indicatoren voorgelegd. Ze dienden op een score van 1 tot 5 aan te duiden hoe belangrijk ze elke factor achtten. Een aantal van deze factoren is reeds in het bestaande risicoanalysemodel van de AFM opgenomen. Het doel hiervan is tweeledig: enerzijds willen we evalueren of respondenten de huidige risico-indicatoren belangrijk vinden, anderzijds willen we evalueren of er mogelijke nieuwe factoren toegevoegd kunnen worden aan het risicoanalysemodel van de AFM. Respondenten is niet verteld welke factoren wel en niet in het huidige risicoanalysemodel zijn opgenomen.

De resultaten voor elk van de 30 risico-indicatoren zijn te vinden in tabel 6.4 en staan in volgorde van belangrijkheid. De continuïteit van de onderneming wordt als belangrijkste risicofactor aangeduid met betrekking tot het toezicht dat gedaan zou moeten worden. Ook de complexiteit van de juridische structuur is volgens respondenten een zeer belangrijke factor. Beide factoren zijn ook reeds opgenomen in het risicomodel van de AFM. De indicatoren aangaande de liquiditeit van het aandeel, de media aandacht, het geven van conference calls en de afwijking tussen beurskoers en markttrendement worden niet als belangrijke factoren beschouwd in de bepaling van het risico van de onderneming. De respondenten geven aan dat de duur van de relatie met de onafhankelijke accountant ook geen belangrijke risicofactor is. Echter, dit resultaat moet voorzichtig geïnterpreteerd worden aangezien het merendeel van de respondenten accountant is.

Tabel 6.4: Risico indicatoren en score door respondenten

No	Risico-indicator	Gemiddelde	Mediaan	In risicomodel AFM?
1	Continuïteit van de onderneming	4.43	5	ja
2	Insider transactions	4.14	4	nee
3	Complexiteit Juridische structuur	4.09	4	ja
4	Mate van KT schuld aflossingscapaciteiten	4.00	4	nee
5	Groei van de onderneming	3.87	4	ja
6	Wijziging waarderingsregels	3.82	4	nee
7	Mate van LT schuld aflossingscapaciteiten	3.78	4	nee
8	Afhankelijkheid van 1 of enkele klanten	3.78	4	nee
9	Net wel / net niet behalen winstverwachtingen analisten	3.75	4	nee
10	Winstwaarschuwingen	3.57	4	ja
11	Hoeveelheid informatie bedrijfsrisico's	3.48	4	nee
12	Afhankelijkheid beloning management performance onderneming	3.39	4	ja
13	Frequentie en grootte aandelenemissie	3.39	4	ja
14	Betrokkenheid in rechtszaken	3.39	4	nee
15	Complexiteit operationele activiteiten	3.39	4	nee
16	Verwachtingen t.a.v. toekomstige kapitaalvraag	3.26	3	ja
17	Winstgevendheid v. d. onderneming	3.26	4	nee
18	Tussentijdse rapportage	3.22	3	ja
19	Hoeveelheid informatie toekomst verwachtingen	3.22	3	ja
20	Wijziging toepassing verslaggevingsregels	3.17	3	nee
21	naleving van de CG wetgeving	3.13	3	ja
22	Concentratie/Spreiding aandelenbezit	3.00	3	nee
23	Mate prestatie maatstaven niet berustend op GAAP cijfers	2.96	3	nee
24	Samenstelling van en wijzigingen in RvB en RvC	2.87	3	ja
25	Behalen winstverwachtingen analisten	2.87	3	nee
26	Afwijking Beurskoers/marktrendement	2.70	3	ja
27	Media aandacht	2.70	3	nee
28	Liquiditeit v. h. aandeel	2.39	2	ja
29	Duur relatie accountant	2.30	2	ja
30	Conference calls	1.74	1	nee

Uit de tien indicatoren die respondenten het belangrijkste achten zijn er zes (nog) niet in het risicomodel van de AFM opgenomen: het voorkomen van insider transactions, de mate waarin de onderneming haar korte en lange termijn schulden kan aflossen (dus liquiditeit en solvabiliteit), wijziging van waarderingsregels, afhankelijkheid van 1 of enkele klanten en het net of net niet behalen van winstverwachtingen van analisten. Daarnaast vinden respondenten de hoeveelheid informatie omtrent bedrijfsrisico's, betrokkenheid bij rechtszaken, de complexiteit van operationele activiteiten, winstgevendheid van de onderneming, wijzigingen in de toepassing van verslaggevingsregels en de concentratie dan wel spreiding van aandelenbezit ook belangrijke indicatoren.

Welke risico-indicatoren dient de AFM te hanteren?

Uit de antwoorden van de interviews en elektronische enquêtes en uit onze eigen evaluatie van het door de AFM gehanteerde risicomodel blijkt dat er bij de selectie van ondernemingen voor desktop reviews meer rekening gehouden kan worden met informatie uit de **huidige jaarrekening**. Een van de geïnterviewde deskundigen gaf als voorstel dat de AFM controles kan baseren op signalen in de huidige, meest recente jaarrekening. Hierbij kan men denken aan vreemde patronen in accruals, in de liquiditeit en in de solvabiliteit van de onderneming. Stel bijvoorbeeld dat een onderneming in het huidige boekjaar een significant grotere stijging kent in de vorderingen op klanten tegenover het vorige jaar dan de stijging in de omzet, dan is er een vermoeden dat er op agressieve manier aan omzet herkenning is gedaan. Een plotse impairment van goodwill of terugnames van afschrijvingen of voorzieningen zijn andere voorbeelden van transacties in de boekhouding die mogelijk wijzen op opportunistisch gedrag van het management. Dergelijke elementen worden in het huidige risicomodel van de AFM niet meegenomen, maar vertegenwoordigen wel mogelijke problemen.

Daarnaast blijkt uit de elektronische enquêtes (tabel 6.4) dat het huidige risicomodel aangevuld zou kunnen worden met **additionele** indicatoren waarvan informatie vrij beschikbaar is. Voorbeelden zijn het vóórkomen van insider transactions, wijziging van

waarderingsregels, afhankelijkheid van 1 of enkele klanten en het net wel of net niet behalen van winstverwachtingen van financiële analisten. De wijziging van waarderingsregels en de aanwezigheid of hoeveelheid informatie over bedrijfsrisico's worden als belangrijke factoren gezien in zowel de interviews als elektronische enquêtes. Volgens ons dient de AFM in elk geval deze factoren mee te nemen in hun risicomodel. Op dit moment wordt er praktisch niet gekeken naar de solvabiliteits- en liquiditeitspositie van een onderneming. Tot slot blijkt ook dat enkele factoren die als belangrijk beschouwd worden reeds zijn opgenomen in het bestaande risicomodel, zoals marktomstandigheden, het risico in een bepaalde sector en continuïteit van de onderneming.

6.2.4 Suggesties voor verder onderzoek voor de AFM

De bevroegde deskundigen kregen tijdens het interview ook nog de volgende vraag:

Vraag: Welke zouden volgens u nuttige onderwerpen zijn betreffende verslaggevingsregels en financiële verslaggeving waar de AFM extra onderzoek naar kan doen en informatie over kan geven aan practitioners?

De voorgestelde onderwerpen worden in tabel 6.5 gepresenteerd. Een aantal van de voorgestelde onderwerpen is reeds door de AFM in 2008-2010 middels themaonderzoeken bestudeerd, zoals financiële instrumenten en segment rapportering. Ook merkte één respondent expliciet op dat de AFM in dit opzicht goed werk levert. Uit de reacties van de geïnterviewden blijkt wel dat er meer onderzoek gedaan kan worden aangaande de toegankelijkheid en **leesbaarheid** van jaarverslagen en welke standaarden nut hebben voor gebruikers. Dit voorstel wijkt af van themaonderzoeken die de AFM in de afgelopen jaren heeft uitgevoerd, welke zich meer richten op de correcte toepassing van bepaalde verslaggevingstandaarden. Het voorgestelde onderzoek is waardevol voor het beter functioneren van toezicht, daar het inzicht geeft in de behoeften van gebruikers en welke informatie nodig wordt geacht voor een getrouw beeld van de onderneming. Aan de hand van de resultaten van dergelijk onderzoek kan de AFM haar

toezichtactiviteiten ook beter toespitsen op de materiële en relevante zaken in verslaggeving (wat aansluit bij antwoord a bij vraag 2.3 in sectie 4.1).

Tabel 6.5: Voorgestelde onderwerpen detailonderzoek AFM

Voorstel	Aantal keer genoemd
Leesbaarheid/toegankelijkheid jaarverslag voor gebruikers, nut van verslaggevingstandaarden	5
Bepaalde sectoren	
- Financiële sector/banken	3
- Vastgoed sector	1
Bepaalde onderwerpen:	
- Risicotoelichtingen	2
- Financiële instrumenten	2
- Industrieafhankelijke standaarden	1
- Kasstroomoverzicht standaarden	1
- Segment rapportering	1
- Insurance accounting	1
- Pension accounting	1
- Strategietoelichtingen	1
- Impairments	1
- Non-GAAP prestatie maatstaven	1
- Pro forma berekeningen bij fusies/overnames	1

6.3 Pre-clearance

Tijdens de interviews is voorgesteld om pre-clearance met de AFM mogelijk te maken. Dit houdt in dat ondernemingen vóór het opstellen van het jaarverslag met de AFM overleg voeren over de toepassing van verslaggevingstandaarden. Aan de ene kant is een dergelijke mogelijkheid wellicht efficiënt – ondernemingen kunnen hiermee de kans op meningsverschillen met de AFM reduceren door zich aan de interpretatie van de AFM te houden.³¹ Langs de andere kant echter zijn er ook argumenten tegen het grootschalig mogelijk maken van pre-clearance in Nederland. Verhoek en Vergoossen (2008) noemen ten eerste dat de AFM wettelijk gezien niet het eindoordeel velt over het accepteren van een interpretatie van IFRS, maar dat deze bevoegdheid voorbehouden is aan de

³¹ Zie ook een recent rapport van CESR over toezicht op IFRS in 2009, die dit voordeel van pre-clearance ook aanhaalt (pagina 9): http://www.ifrssymposium.se/pdf/rolf_rundfelt_activity_report.pdf

Ondernemingskamer. Daarnaast kan voor de AFM een rol als adviesorgaan conflicteren met haar toezichthoudende rol en kan dit leiden tot een vervaging van de rollen van de onderneming, de auditor en de toezichthouder en het ondermijnen van de rol van de auditor.³² Het moet ook niet zo zijn dat een onderneming in het geval van meningsverschillen met haar auditor naar de AFM zal stappen om haar gelijk te halen. Momenteel lijkt een grootschalige invoering van pre-clearance niet tot de mogelijkheden te behoren, vooral gezien het feit dat de toezichthouder verslaggevingstandaarden niet hoort te interpreteren.

Zoals ook door Verhoek en Vergoossen wordt aangegeven, behoren oriënterende gesprekken tussen ondernemingen, auditors en de AFM die *niet* uitmonden in officieel pre-clearance wel tot de mogelijkheden, welke ook enige houvast aan de onderneming kan bieden in gevallen van twijfel. De huidige *modus operandi* van de AFM met betrekking tot pre-clearance lijkt verstandig: alleen in individuele en specifieke gevallen zal de AFM bereid zijn tot een advies en alleen indien de onderneming en haar auditor in overeenstemming zijn over het specifieke vraagstuk en de onderneming en auditor geen duidelijk agressieve interpretatie of applicatie van een verslaggevingstandaard beogen. Ook zal dit advies niet als officiële interpretatie van een standaard dienen, maar zal slechts gelden als een richtlijn voor de onderneming.³³

Verder is het belangrijk om aan te duiden dat ons voorstel aangaande het niet toepassen van pre-clearance niets te maken heeft met onze eerdere opmerking over de wijze waarop de AFM communiceert met de gecontroleerde instanties. De manier waarop de AFM communiceert, kan soepeler en informeler. De wijze waarop de AFM de toepassing van IFRS evalueert dient niet te veranderen.

³² Het volledige artikel van Verhoek en Vergoossen (“Eén jaar AFM: Oppassen voor rolverving”) is hier te vinden:
http://www.accountant.nl/readfile.aspx?ContentID=42320&ObjectID=394616&Type=1&File=0000022982_Interview_Arthur_Levitt.pdf

³³ Uit “Wet toezicht financiële verslaggeving: Toezicht door de AFM en de vernieuwde jaarrekening-procedure” (Jansen, 2007, pagina 86). Zie:
<http://www.eversheds.nl/uploads/publications/Artikel%20Timo.pdf>

7. Referentielijst

Ashbaugh, H., & Pincus, M. (2001). Domestic accounting standards, international accounting standards, and the predictability of earnings. *Journal of Accounting Research*, 39(3), 417-434.

Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1-51.

Ball, R., Robin, A., & Wu, J. S. (2003). Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 235-270.

Bartov, E., Goldberg, S. R. & Kim, M. (2005). Comparative value relevance among German, U.S., and international accounting standards: a German stock market perspective. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 20(2), 95-119.

Beuselinck, C., Joos, P., Khurana, I. K., & Van der Meulen, S. (2010). Mandatory IFRS reporting and stock price informativeness. Working paper.

Burks, J. (2009). Are Investors Confused by Restatements after Sarbanes-Oxley? Working paper.

Christensen, H. B., Lee, E. & Walker, M. (2008). Incentives or standards: What determines accounting quality changes after IFRS adoption? Working paper.

Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085-1142.

Delger, A., & Koster, P. (2006). Externe verslaggeving - Europese afstemming over de toepassing van IFRS door toezichthouders. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 80(11), 543-549.

Dinant, J. (2007). Toezicht op de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht*, 1, 4-9.

- Dinant, J. (2009). De rol van de jaarrekening in het financiële toezicht. *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht*, 3, 51-57.
- Ernstberger, J., J.M. Hitz and M. Stich (2010). Enforcement of Accounting Standards in Europe: Capital Market Based Evidence for Two-tier Mechanism in Germany, working paper.
- Hijink J.B.S., (2010), Publicatieverplichtingen voor Beursvennootschappen, Dissertatie.
- Hoogendoorn, M. N. (2006). Toezicht op inzicht. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 80(12), 600-601.
- Hung, M. & Subramanyam, K. R. (2007). Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. *Review of Accounting Studies*, 12(4), 623-657.
- Jansen, T. S. (2007). Wet toezicht financiële verslaggeving: Toezicht door de AFM en de vernieuwde jaarrekening-procedure. *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk*, 2, 84-89.
- Kinney W. R. & McDaniel, L. S. (1989). Characteristics of firms correcting previously reported quarterly earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 11(1), 71-93.
- Levitt, A. "Testimony Concerning: Commission's Auditor Independence Proposal". Senate Subcommittee on Securities Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs Hoorzitting. 28 september 2000.
- Leuz, C. (2010). Different Approaches to Corporate Reporting Regulation: How Jurisdictions Differ and Why. *Accounting and Business Research*, 40(3), 229-256.
- Li, S. (2010). Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital? *The Accounting Review*, 85(2), 607-636.
- Palmrose Z. V., Richardson V. J. & Scholz S. (2004). Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 59-89.
- Palmrose Z. V. & Scholz S. (2004). The circumstances and legal consequences of non-GAAP reporting: evidence from restatements. *Contemporary Accounting Research*, 21 (1), 139-180.
- Verhoek, H. & Vergoossen, R. (2008). Eén jaar AFM: Oppasen voor rolverving. *De Accountant*, 115, 36-37.

Verriest, A. (2010). Wat bepaalt de kwaliteit van financiële verslaggeving? Een internationale studie. *Management Control & Accounting*, 1, 32-44.

Verriest, A., Cherchye, L. & Gaeremynck, A. (2010). Do Improvements in the Institutional Environment Result into a Better Financial Statement Quality? Working paper.

Wysocki, P. (2010). IFRS and National Institutions. Working paper.