

Een format voor de openbaarmaking van risico-informatie

Marijn van Daelen

SAMENVATTING Academics zoals Baums (2002), Dobler (2005) en Van Manen en De Groot (2009) en organisaties zoals de Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD, 2009) zijn van mening dat het gebrek aan adequate standaarden voor het openbaar maken van risico-informatie erin resulteert dat de risicorapportage van ondernemingen vaak tekortschiet. Deze risico-informatie is echter van belang voor aandeelhouders en andere stakeholders. De vraag die in dit artikel aan de orde komt, is welke bouwstenen samen een format voor risicorapportage vormen. Dit geeft ondernemingen een handvat bij het publiceren van risico-informatie in het jaarverslag (directieverslag). Om deze vraag te beantwoorden wordt de informatiebehoefte omtrent risico's geanalyseerd, gebaseerd op indicaties gegeven door stakeholders, belangengroepen en toezichhoudende organen. Het resultaat is een format voor risicorapportage met tien bouwstenen.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK In dit artikel wordt ondernemingen een handvat geboden voor verbeterde risicorapportage. Dit is van belang gezien de verhoogde aandacht die risicorapportage de afgelopen jaren heeft gekregen en vandaag de dag krijgt en vanwege signalen dat de gepubliceerde risico-informatie onvoldoende is.

1 Waarom een format voor de openbaarmaking van risico-informatie?

De economische literatuur noemt het gebruikersgemak van standaardisering als één van de voordelen van de verplichte openbaarmaking van informatie (Adams, 2002, pp. 25 e.v.; Baums, 2002, p. 5). Grote toegevoegde waarde – mits het relevante informatie betreft – is gelegen in de vergelijkbaarheid van de informatie. Immers, als elke onderneming over dezelfde onderwerpen op gelijke wijze informatie geeft, voorkomt dat het vergelijken van appels met peren. Duidelijke kaders voor informatieverschaffing helpen daarbij. Een bepaalde mate van informatieverschaffing is verplicht – hierover later meer – maar dat neemt niet weg dat het voor een onderneming al dan niet gunstig kan zijn om informatie openbaar te maken. Zo duiden Lang en Lundholm (1996) en Botosan (1997) op een relatie tussen een toename van openbaargemaakte informatie en lagere ka-

pitaalkosten. Linsley en Shrivies (2000) geven in hun onderzoek naar risicorapportage onder andere aan dat risico-informatie de risicopremie die beleggers vragen omlaag kan brengen. Solomon et al. (2000) hebben de invloed van het openbaar maken van risico-informatie op de investeringsbeslissingen van institutionele beleggers onderzocht en vonden aanwijzingen dat een toename van risico-informatie behulpzaam zou zijn bij het maken van de investeringsbeslissingen. Ook uit een meer recent onderzoek komt naar voren dat beleggers reageren op openbaar gemaakte risico-informatie en dat dit type informatie in basis informatief kan zijn (Kravet & Muslu, 2010, p. 30). Anderzijds zouden ondernemingen geneigd kunnen zijn om bepaalde risico's niet of onvolledig weer te geven, vooral waar het concurrentiegevoelige informatie betreft. Dit kan een misleidend beeld van het totaal aan ondernemingsrisico's geven (Acher, 1998, p. 88). Voor een meer uitgebreide bespreking van de voordelen en nadelen van risicorapportage en de effecten van risicorapportage wordt verwezen naar Meijer (2003) en Groenland et al. (2006).

Om een bepaalde mate van informatievoorziening te garanderen verplicht het ondernemingsrecht tot openbaarmaking van informatie. Vanuit ondernemingsrechtelijk perspectief is het van belang dat ondernemingen informatie ontsluiten die aansluit bij de informatiebehoefte van haar stakeholders (aandeelhouders, crediteuren, leveranciers, afnemers, werknemers, etc.). Het ondernemingsrecht schept de kaders waarbinnen ruimte voor ondernemerschap wordt geboden met oog voor de belangen van de vennootschap en de daarbij betrokken personen. Enerzijds beoogt het ondernemingsrecht ondernemerschap te faciliteren en anderzijds beoogt het potentiële conflicten tussen de belangen van betrokkenen te reguleren (Assink, 2010). In sommige gevallen moeten die belangen namelijk worden beschermd. Conform de agencytheorie zorgt de scheiding tussen eigenaarschap en controle voor tekortkomingen (Berle & Means, 1932). Aandeelhouders – eigenaren van kapitaal – hebben geen directe invloed op de onderneming en dit stelt de bestuurders – degene die kunnen beslissen hoe kapitaal wordt aangewend – in staat om hun eigen doelen na te streven. Een belangrijk hulpmiddel ter bescher-

ming van de belangen van stakeholders is informatieverschaffing. Zo kan transparantie bijdragen aan het terugbrengen van de informatieasymmetrie tussen de aandeelhouders en de bestuurders waardoor aandeelhouders de bestuurders ter verantwoording kunnen roepen en weloverwogen investeringsbeslissingen kunnen nemen. Vennootschapsrechtelijk rust er op het bestuur en de raad van commissarissen van de onderneming een verplichting om aan de algemene vergadering van aandeelhouders informatie te verschaffen. Uitzondering hierop geldt indien een zwaarwegend belang van de vennootschap zich daartegen verzet (art. 2:107/117 lid 2 BW). De algemene vergadering van aandeelhouders heeft informatie nodig voor het uitoefenen van haar bevoegdheden welke ertoe dienen haar belangen te beschermen. Te denken valt aan bevoegdheden zoals het goedkeuren van bepaalde bestuursbesluiten, vaststellen van de jaarrekening en het benoemen, schorsen en ontslaan van bestuurders c.q. commissarissen (art. 2:107a, 2:101/210 lid 3, 2:133/243, 2:134/244, 2:142/252 en 144/254 BW). Ook voor aandeelhouders die niet zozeer de bevoegdheden verbonden aan de aandelen willen uitoefenen – het stemrecht (zeggenschapsrecht) – maar geïnteresseerd zijn in het economische recht – winstrecht – van een aandeel, is het van belang dat ondernemingen informatie openbaar maken zodat zij weloverwogen beslissingen over hun investeringen kunnen nemen. Met informatie over verschillende aspecten van ondernemingen zouden deze aandeelhouders vergelijkingen moeten kunnen maken tussen alternatieve mogelijkheden tot investeren en het behouden dan wel verkopen van aandelen.

Eén van de facetten waarover in het jaarverslag informatie gegeven dient te worden heeft betrekking op de risico's van de onderneming. De wet schrijft namelijk voor dat het jaarverslag een beschrijving moet geven van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee de rechtspersoon wordt geconfronteerd (art. 2:391 lid 1 BW). In aanvulling daarop vraagt de Nederlandse Corporate Governance Code (2008, best practice-bepaling II.1.4) het bestuur in het jaarverslag een beschrijving te geven van de voornaamste risico's gerelateerd aan de strategie van de vennootschap en tevens een beschrijving te geven van de opzet en werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen alsmede eventuele tekortkomingen en wijzigingen in die systemen.

Volgens Baums (2002, p. 5) hebben aandeelhouders baat bij een gemakkelijk te vergelijken en gestandaardiseerd format, waarin de voor de aandeelhouder relevante informatie wordt gepresenteerd. Onderzoek toont echter aan dat de leesbaarheid van risico-informatie slecht tot zeer slecht is (Linsley & Lawrence, 2007, pp. 620- 627). In dit kader wijzen Linsley en Lawrence erop dat verbe-

terde risico-informatie nodig is, zodat aandeelhouders de risicopositie van een onderneming beter begrijpen. Zij stellen dat het aanbieden van méér informatie het risicobewustzijn niet zal verhogen zonder dat eerst de leesbaarheid van risico-informatie wordt verhoogd (Linsley & Lawrence, 2007, pp. 620- 627). Ook volgens Dobler (2005, p. 24) is een gebrek aan vergelijkbaarheid van de risico-informatie één van de elementen die de meerwaarde van de openbaarmaking van informatie beperkt. Juist vanwege het belang van vergelijkbare risico-informatie geeft Dobler (2005, p. 23) aan dat beleidmakers tenminste een specifiek format moeten aandragen om risico te presenteren, kwantificeren en categoriseren. Dit maakt de verschillen tussen ondernemingen wat betreft de mate waarin zij blootstaan aan risico's beter zichtbaar. Deze aanbevelingen zijn in lijn met een meer recente publicatie van Van Manen en De Groot (2009), waar zij het gebrek aan een consistent en universeel geaccepteerd raamwerk voor de openbaarmaking van informatie over risico's en risicomanagement onder de aandacht brengen. Een dergelijk raamwerk kan ondernemingen ondersteunen bij het opstellen van de risico-informatie in het jaarverslag (Van Manen & De Groot, 2009, p. 103). Dat het gebrek aan een adequaat format om risico-informatie openbaar te maken een gemis is, beargumenteert ook de OECD. In haar rapport genaamd *'Corporate Governance and the Financial Crisis – Key Findings and Main Messages'* geeft de OECD aan dat het gebrek aan adequate standaarden ertoe resulteert dat de openbaarmaking van risico-informatie vaak tekortschiet en mechanisch en in basis boilerplate tekst is; waarmee de OECD doelt op een lijst met een grote hoeveelheid mogelijke risico's (OECD, 2009, p. 40).

De vraag die hier gesteld kan worden, is hoe een format voor de openbaarmaking van risico-informatie ten behoeve van een verhoogde leesbaarheid en een verbeterde vergelijkbaarheid eruit moet zien. Temeer omdat het vastleggen van een format voor het openbaar maken van risico-informatie in basis een conflicterend element lijkt te bevatten. Enerzijds dient het format flexibel te zijn om zodoende de unieke aard van elke onderneming en haar specifieke risicosituatie te erkennen. Anderzijds dient het kader voldoende duidelijk te zijn om de vergelijkbaarheid van de risicorapportage te faciliteren (Dobler, 2005, p. 22). Dat noopt tot een format dat sturing geeft aan ondernemingen die hun risicorapportage wensen af te stemmen op de informatiebehoefte, maar ook de nodige vrijheid laat aan de wijze waarop en de mate waarin wordt gerapporteerd over de risico's die de onderneming loopt. Het uitgangspunt bij het opstellen van het format is dat het moet bijdragen aan de openbaarmaking van *beter*e risico-informatie, niet aan de openbaarmaking van *meer* risico-informatie.

Dit artikel geeft het antwoord op de vraag welke elemen-

ten van risico-informatie een dergelijk format zou moeten bevatten, gebaseerd op indicaties van informatiebehoefte omtrent risico's zoals in de afgelopen jaren gegeven door stakeholders, belangengroepen en toezichthoudende organen. In aanvulling daarop wordt bestaande literatuur en onderzoeken naar de openbaar gemaakte risico-informatie meegenomen. Deze literatuur en de resultaten van dergelijke studies brengen tevens een aantal elementen aan het licht die in een format zouden moeten worden opgenomen en maken inzichtelijk waarom de gevraagde informatie als nuttig wordt beschouwd. De bestudeerde rapporten en documenten in deze verkenning naar elementen voor het format voor risico-informatie maken zichtbaar dat de elementen aan risico-informatie die als relevant zijn aangemerkt door stakeholders, belangengroepen en toezichthoudende organen door de jaren heen herhaaldelijk terugkomen.

2 Indicaties voor de risico-informatiebehoefte

Het uitgangspunt is dat secundaire marktinformatie – onder andere openbaar gemaakt in jaarverslagen – een faciliterende functie heeft. Dat geldt overigens ook voor primaire marktinformatie – informatie openbaar gemaakt in prospectussen. Ten behoeve van deze faciliterende functie moet de openbaargemaakte informatie *materieel* zijn, oftewel in staat zijn om bijvoorbeeld een investeringsbeslissing te wijzigen. Immateriële informatie werkt contraproductief daar het de aandacht kan afleiden van de materiële informatie (Baums, 2002, pp. 11-12). Waar het gaat om de behoefte aan risico-informatie, toont een greep uit diverse (internationale) publicaties van beroepsorganisaties, belangenorganisaties, wetenschappers en toezichthoudende organen al snel aan dat dezelfde kenmerken herhaaldelijk terugkomen in verschillende landen. De laatste jaren is er een duidelijke toename in de vraag naar risico-informatie waarneembaar en eist de maatschappij meer transparantie. Aangezien deze roep om betere risico-informatie in jaarverslagen niet alleen binnen onze landsgrenzen aanwezig is, wordt in dit artikel aandacht geschonken aan publicaties uit verschillende landen, namelijk Canada, het Verenigd Koninkrijk (VK), Nederland en diverse internationale organisaties.

2.1 Canada

Uitgangspunt is dat informatie die openbaar wordt gemaakt materieel moet zijn, maar de behoefte aan risico-informatie gaat verder. Het Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) benadrukt in haar rapport van 2008 niet alleen dat voor aandeelhouders *materialiteit* van belang is, maar benadrukt ook het belang van het openbaar maken van *specifieke risico's*. In het rapport wordt ook uitgelegd dat aandeelhouders geen behoefte hebben aan een lijst van elk mogelijk risico; in plaats daarvan willen ze enkel geïnformeerd worden over die risico's en onzekerheden die belangrijk zijn

voor het senior management (CICA, 2008, p. 3). Deze drie elementen – materiële informatie, specifieke risico's en voornaamste risico's voor de desbetreffende onderneming – worden tevens als belangrijke onderdelen van risico-informatie aangemerkt in het kader van risicorapportage in het prospectus (Van Daelen, 2012, p. 133 e.v.). Hetzelfde geldt voor de *waarschijnlijkheid* dat een bepaald risico plaatsvindt, en de consequenties ervan – in andere woorden, de *potentiële impact* van een risico op een onderneming wanneer dat risico zich manifesteert. Beide worden als informatieve elementen aangemerkt in het kader van risicorapportage in prospectussen en jaarverslagen (CICA, 2009a, pp. 46-48; Van Daelen, 2012, p. 133 e.v.). Zoals aangegeven door het CICA (2009a), is er weinig reden om risico's met een lage financiële impact openbaar te maken, daar het gaat om de openbaarmaking van risico's met een hoge impact. Daarmee wordt het belang benadrukt van het focussen op de *voornaamste risico's*. In het verlengde daarvan benoemt het CICA (2008, pp. 3 en 7) het belang van informatie over de strategie die de onderneming hanteert waar het gaat om het managen van deze voornaamste risico's, de *risicomitigatie*.

2.2 VK

Al in 1997 geeft het Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW) aan dat ondernemingen de risico's dienen te prioriteren om ervoor te zorgen dat over de significante en materiële risico's (lees: *voornaamste risico's*) gerapporteerd kan worden. In datzelfde rapport geeft het ICAEW (1997) aan dat het niet voldoende is om risico's te identificeren en rapporteren, maar dat beleggers ook behoefte hebben aan een *gedetailleerde beschrijving* van de risico's evenals informatie over de *risicobereidheid* van de onderneming. In een van de vele rapporten van het ICAEW over risicorapportage die volgen zet zij de stappen uiteen die ondernemingen kunnen volgen om te komen tot betere risicorapportage, bestaande uit onder andere (1) het identificeren van de *voornaamste risico's* en bijbehorende *risicomitigatie*, (2) het beoordelen of het jaarverslag een correct totaalbeeld geeft van de risico's die de onderneming loopt en (3) een plan maken voor eventuele tekortkomingen in dit totaalbeeld van de ondernemingsrisico's en, zo nodig, aanpassen van het jaarverslag (ICAEW, 1999, p. 48). Het ICAEW (2002) adviseert een paar jaar later wederom om meer gedetailleerde omschrijving van de risico's op te nemen in het jaarverslag en in aansluiting daarop, informatie over *risicomitigatie* op te nemen in het jaarverslag.

Abraham et al. (2007) onderzocht de risicorapportage in jaarverslagen over boekjaar 2002 van veertien niet-financiële ondernemingen gevestigd in het VK. Gebaseerd op hun empirisch onderzoek geven zij de volgende aanbevelingen voor beleidmakers: 1) stimuleer ondernemin-

gen om informatie openbaar te maken over hun *voornaamste risicofactoren*, 2) zet ondernemingen ertoe aan om inzichtelijk te maken voor aandeelhouders hoe en *waarom bepaalde risico's al dan niet zijn veranderd* door de jaren heen, aangezien aandeelhouders het risicoprofiel van de onderneming niet kunnen evalueren op basis van niet-veranderende informatie, en 3) zorg ervoor dat ondernemingen aandeelhouders de informatie geven die zij nodig hebben om een inschatting te maken van de waarschijnlijkheid en potentiële impact van de risico's (Abraham et al., 2007, p. 19). Deze aanbevelingen voor beleidsmakers zijn in lijn met een aantal van de door CICA (2008; 2009a) aangehaalde informatie-elementen, namelijk de voornaamste risico's en de *waarschijnlijkheid* en *potentiële impact* van de risico's.

De Accounting Standard Board (ASB) van de Financial Reporting Council (FRC) verrichtte ook een onderzoek naar onder andere risicorapportage (ASB, 2009). De studie omvatte een aselecte steekproef van vijftig jaarverslagen van in het VK beursgenoteerde ondernemingen met een boekjaar eindigend tussen 30 september 2008 en 30 april 2009. Wat goed is om te vermelden in dit verband is dat de Companies Act van 2006 van het VK - welke nadere inhoudelijke vereisten bevat aangaande de rapportage van beursgenoteerde ondernemingen - overeenkomstig de Nederlandse wetgeving de openbaarmaking van informatie over de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee de onderneming wordt geconfronteerd vereist. Dit vloeit voort uit de implementatie van de EU-transparantierichtlijn van 2004 (zie art. 417, par. 3, onder b, VK Companies Act 2006 en art. 4, par. 2, onder c, Transparantierichtlijn). Het onderzoek van de ASB geeft scores aan de openbaarmaking van informatie over een aantal onderwerpen en heeft daarin ook risicorapportage meegenomen. De resultaten van het onderzoek tonen aan dat de gemiddelde scores voor risicorapportage, samen met de rapportage over niet-financiële key performance indicators (KPI's) en (contractuele) relaties, lager zijn dan de scores voor informatie over de andere onderzochte onderwerpen. Opvallend is dat de resultaten aantonen dat de openbaarmaking van risico-informatie net zo laag scoort bij Small Cap-ondernemingen als bij FTSE 250- en FTSE 100-ondernemingen. Uit deze studie verricht in het VK blijkt enerzijds dat alle onderzochte ondernemingen enige informatie publiceren over de risico's en dat daarmee geconstateerd kan worden dat formeel wordt voldaan aan de vereisten in de wet. Anderzijds wordt in het rapport aangegeven dat maar liefst twee derde van de ondernemingen met de door hen openbaar gemaakte risico-informatie in het jaarverslag niet voldoet aan de geest van deze wettelijke bepaling. De onderzochte risicorapportages laten de tekortkomingen zien in de openbaar gemaakte

risico-informatie en geven daarmee indicaties voor het gewenste format voor risico-informatie.

Volgens dit onderzoek van de ASB bevat het merendeel van de risicorapportages teveel risico's om allen aangemerkt te kunnen worden als voornaamste risico's. Het feit dat het rapport als onderbouwing hiervoor aanvoert dat in de onderzochte jaarverslagen één onderneming drieëndertig risico's had opgenomen en nog eens acht ondernemingen twintig of meer risico's hadden benoemd, lijkt erop te duiden dat de ASB van mening is dat de lijst met voornaamste risico's toch zeker onder de twintig risico's moet blijven om niet aangemerkt te worden als te lang. Het geeft tevens een duidelijk signaal dat het rapporteren van enkel de *voornaamste risico's* één van de elementen is die niet mag ontbreken in enig format omtrent risicorapportage. Dat wordt later in het rapport nog eens versterkt waar het rapport erop wijst dat er risicorapportages zijn van maar liefst tien pagina's en dat het opnemen van elk denkbaar risico de risicorapportage moeilijk leesbaar maakt (ASB, 2009, p. 14). Het ASB-rapport toont aan dat een tweede tekortkoming van de meerderheid van de risicorapportages is dat het generieke risico's bevat in plaats van voor de onderneming *specifieke risico's*. Dit creëert zogeheten boilerplate tekst, oftewel een standaardtekst over risico's die op meerdere ondernemingen van toepassing kan zijn. Hiermee wordt de informatiewaarde gereduceerd doordat de tekst geen specifieke informatie over de desbetreffende onderneming geeft. Hiermee signaleert het rapport dat er niet alleen behoefte is aan inzicht in de risico's die een onderneming loopt, maar ook duiding waarom het voor de desbetreffende onderneming risico's zijn. Immers, juist die duiding zorgt ervoor dat het risico wordt gezien vanuit de context van de desbetreffende onderneming en maakt dat het geen generieke maar een ondernemingsspecifieke risicorapportage is. Het is de ondernemingsspecifieke uitleg die informatiewaarde heeft. Een derde tekortkoming die het rapport van de ASB signaleert, is erin gelegen dat veel risicorapportages te weinig *gedetailleerde informatie* bevatten om een goed begrip van het risico te kunnen bewerkstelligen (ASB, 2009, p. 13). Dat hangt tevens samen met voorgaand punt. Naast deze tekortkomingen in de risicorapportage blijkt uit het onderzoek dat drie van de vijftig onderzochte jaarverslagen informatie bevatten over de *potentiële impact* van het risico, alsmede informatie over *risicomitigatie*. Het feit dat de ASB deze informatie-elementen in het onderzoek heeft betrokken, indiceert dat zij het aanmerkt als cruciale informatie voor de risicorapportage. In lijn met het CICA (2008) waarin zij het belang van informatie over de strategie die de onderneming hanteert waar het gaat om het managen van de voornaamste risico's aanhaalt, verwijst de ASB naar het informatie-element risicomitigatie.

2.3 Nederland

Elk jaar publiceert Eumedion – belangenbehartiger van de bij haar aangesloten institutionele beleggers op het gebied van corporate governance en duurzaamheid – haar evaluatie van het aandeelhoudervergaderingenseizoen. Dit rapport refereert aan de jaarlijkse speerpuntenbrief waarin Eumedion de 75 grootste Nederlandse beursvennootschappen onder andere vraagt om een aantal onderwerpen in hun jaarverslag te behandelen. Reeds in de speerpuntenbrief van 2008 gaf Eumedion aan dat aandeelhouders behoefte hebben aan informatie betreffende de *risicobereidheid* en *risicomitigatie* van ondernemingen en inzicht in de daadwerkelijk *voornaamste risico's*, waarbij als voorbeeld het noemen van vijf risico's wordt gegeven (Eumedion, 2008, p. 2). Dat deze risico-informatie van belang is, strookt met eerder genoemde documenten en bevestigt het in de ASB aangehaalde belang van het geven van informatie over de risicomitigatie. Eumedion laat met haar onderzoek naar Nederlandse jaarverslagen over boekjaar 2008 zien dat er substantiële verschillen zijn tussen de risicorapportages van verschillende ondernemingen. Om een voorbeeld te geven, het onderzoek maakt inzichtelijk dat sommige ondernemingen de voornaamste risico's op minder dan een pagina presenteren terwijl andere ondernemingen een groot aantal risico's beschrijven op verschillende pagina's (Eumedion, 2009, p. 10).

Naast de belangenorganisatie voor institutionele beleggers bestudeert ook de belangenorganisatie voor accountants de risicorapportage. Het voormalige Nederlands Instituut van Registeraccountants (NIVRA), overgegaan in de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA), analyseerde in 2009 de invloed van maatschappelijke en organisatorische ontwikkelingen in risicomanagement. Op basis van die studie brengt het NIVRA aan het licht dat de maatschappij van ondernemingen verlangt dat ze niet alleen de risico's, maar ook hun *risicobereidheid* en *risicomitigatie* openbaar maken (NIVRA, 2009, pp. 5-7). Het NIVRA geeft aan dat een hoge mate van volwassenheid in het risicomanagementsysteem, voor de externe risicorapportage betekent dat openbaargemaakte informatie inzicht geeft in de *voornaamste risico's* van de onderneming en dat deze risico's *geprioriteerd* zijn (NIVRA, 2009, pp. 20-26).

In dezelfde periode zijn nog twee rapporten verschenen aangaande de risico-informatie in jaarverslagen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Het onderzoek gepubliceerd door Shareholder Support in opdracht van het NIVRA en Eumedion (2008) (hierna Shareholder Support) richtte zich op jaarverslagen over boekjaar 2007. Eén van de voornaamste conclusies van het rapport is dat op basis van empirisch onderzoek wordt aangetoond dat een meerderheid van de jaarverslagen een gebrek aan risico-informatie laat

zien. Dit is gelegen in een gebrek aan informatie over de *voornaamste risico's* en dat de risico's niet *gekwantificeerd* zijn en niet *ondernemingsspecifiek* zijn. Deze analyse laat zien dat de openbaargemaakte risico-informatie van grote ondernemingen niet van een hoger niveau is dan de risico-informatie die Mid Cap- en Small Cap-ondernemingen publiceren, waarmee het onderzoek de conclusies van de studie van de ASB in het VK bevestigt. Daarnaast geeft 15% van de onderzochte jaarverslagen inzicht in de *risicobereidheid* van de onderneming (Shareholder Support, 2008, pp. 8-9). Het is derhalve niet verrassend dat deze studie concludeert dat de kerngebieden voor het verbeteren van de risico-informatie de toegankelijkheid en presentatie van risico-informatie en de risicobereidheid betreffen.

Het rapport van Shareholder Support (2008) wijst op het verschil tussen enerzijds het noemen van een risico of vermelden dat een evaluatie heeft plaatsgevonden en anderzijds het geven van informatie over een risico of het bespreken van de resultaten van een evaluatie. Om de toegankelijkheid te verbeteren raadt het rapport aan dat het laatste type informatie openbaar wordt gemaakt. Het gaat veel meer om de *gedetailleerde beschrijving* van en toelichting op het risico en een eventuele evaluatie dan het opsommen van risico's. Om de vergelijkbaarheid van risico's te verbeteren raadt het rapport aan om risico's consistent te *definiëren* en te *categoriseren*. Bij het indelen van risico's in categorieën kan gedacht worden aan het raamwerk voor risicomanagement van het Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO, 2004, p. 8) die vier categorieën onderscheidt, namelijk strategisch, operationeel, rapportage en compliance. De bijlage van de Nederlandse Corporate Governance Code (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2008, p. 39) verwijst naar dit risicoraamwerk van COSO waar gevraagd wordt om bij de beschrijving van het risicomanagement- en controlesysteem in het jaarverslag aan te geven welk raamwerk gebruikt is voor de evaluatie van het systeem. Ook kan bij het categoriseren van risico's gelet worden op indelingen expliciet benoemd in codes. Bijvoorbeeld in het VK geeft de corporate governance code van de Financial Reporting Council aan dat het bestuur verantwoordelijk is voor het bepalen van de risicobereidheid in relatie tot het behalen van de strategische doelen en dat het bestuur jaarlijks de effectiviteit moet bestuderen van het risicomanagement en interne controlesysteem, inclusief de financiële, operationele en compliance-beheersmaatregelen (The UK Corporate Governance Code, 2012, Main Principle C.2 en Code Provision C.2.1., p. 18). Gezien het belang van inzicht in de zwaarte van de risico's benadrukt het rapport van Shareholder Support (2008) tevens dat het gaat om het openbaar maken van informatie over de *impact* van een risico én om

het openbaar maken van informatie over de *waarschijnlijkheid* dat een risico zal materialiseren. Ten slotte wordt er in het rapport op gewezen dat de jaarverslagen van ondernemingen onvoldoende informatie bevatten over de *risicobereidheid* (Shareholder Support, 2008, pp. 45-46).

De tweede studie aangaande de risico-informatie in jaarverslagen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen betrof een analyse van jaarverslagen over het boekjaar 2009. Dit onderzoek van het NIVRA (2010) richt zich op de vraag of de kwaliteit van risicorapportages is verbeterd sinds 2007. Het NIVRA (2010) concludeert dat de kwaliteit inderdaad vooruit is gegaan, zij het in beperkte mate. Ongeveer 94% van de onderzochte ondernemingen benoemt meer dan vijf risico's. Dit resultaat laat zien dat het verzoek van Eumedion in haar speerpuntenbrief van 2008 toch niet is opgevolgd. Daarbij komt dat de benoemde risico's *onvoldoende uiteen zijn gezet* en het onderzoek laat zien dat er weinig vooruitgang is ten aanzien van de openbaarmaking van informatie aangaande de *risicobereidheid* (NIVRA, 2010, p. 7). De risicobereidheid wordt in deze studie aangeduid als belangrijke informatie om openbaar te maken. De resultaten van het onderzoek laten echter zien dat 19% van de onderzochte ondernemingen hier aandacht aan besteedt in het jaarverslag. In 2007 lag dit percentage op 15% (NIVRA, 2010, p. 8).

Tevens geeft eerder onderzoek naar de verantwoording over risicobeheersing op basis van onder andere een aantal interviews gehouden met (vertegenwoordigers van) aandeelhouders aan dat aandeelhouders de voorkeur geven aan een *concrete beschrijving* van de *voornaamste risico's*, inclusief een kwantificering van de *waarschijnlijkheid* en *impact* van de risico's, boven een in-controlverklaring (De Ridder & Steggink, 2009, p. 250 e.v.). Ook blijkt uit dit onderzoek dat de meeste aandeelhouders van mening zijn dat de risicobeschrijving minimaal een *rangorde* moet bevatten en dat meer inzicht gegeven kan worden met een verantwoording over de *risicobereidheid* van de onderneming (De Ridder & Steggink, 2009, p. 250 e.v.).

De bovengenoemde rapporten en onderzoeken uitgevoerd in Nederland en het VK leggen de vinger op gebreken in de risico-informatie vanuit het perspectief van de aandeelhouders, beroepsorganisaties, belangenorganisaties en beleidsmakers. Waar de financiële crisis heeft geleid tot verhoogde aandacht voor risicomanagement en risicorapportage, is het verrassend te noemen dat de risico-informatie die ondernemingen openbaar maken in hun jaarverslagen niet in voldoende mate lijkt te reageren op de informatievraag. De conclusie van deze studies dat de risico-informatie gebreken vertoont, sluit aan bij empirische onderzoeken

uitgevoerd in andere delen van de wereld. Zo toonde het CICA (2009b, p. 26) bijvoorbeeld aan dat de openbaarmaking van de gewenste risico-informatie in jaarverslagen van Canadese ondernemingen zwak is.

2.4 Internationale organisaties

De Global Auditor Investor Dialogue (GAID) – een wereldwijd en informeel forum bestaande uit leden van auditor-netwerken en aandeelhouders – heeft in 2009 richtlijnen gepubliceerd voor betere openbaarmaking van informatie. Conform deze richtlijnen hebben aandeelhouders behoefte aan een samenvatting van de *voornaamste risico's* en een kwantificering van de *potentiële impact* van het risico op de onderneming – een aanbeveling die overeenkomt met indicaties gegeven in de hierboven aangehaalde studies (The Global Auditor Investor Dialogue, 2009, pp. 4-5).

Vervolgens heeft de International Accounting Standards Board (IASB) in 2010 uiteindelijk een leidraad gepubliceerd voor het bestuursverslag teneinde dit verslag meer bruikbaar te maken voor aandeelhouders (IASB, 2010, pp. 5 en 8). In deze leidraad, die een niet-verplichtend karakter heeft, wordt aanbevolen om de *voornaamste risico's* openbaar te maken, omschrijving van eventuele *veranderingen* in die risico's, strategieën voor *risicomitigatie* en informatie over de *effectiviteit* van risicomanagementstrategieën. Volgens de IASB zal het publiceren van deze risico-informatie (potentiële) aandeelhouders helpen bij het beoordelen van een onderneming. Het rapport van de IASB benadrukt het belang van het openbaar maken van de voornaamste risico's die een significant effect op de onderneming zullen hebben in plaats van het publiceren van een lijst met alle mogelijke risico's (IASB, 2010, p. 13).

Ook de OECD, die in een eerder rapport van 2009 al becommentarieerde dat de risico-informatie doorgaans te mechanisch is en bestaat uit het benoemen van een grote hoeveelheid mogelijke risico's (OECD, 2009, p. 40), legt de nadruk op het belang van de ondernemingsstrategie voor het verbeteren van de governance van risicomanagement. De ondernemingsstrategie dient immers afgestemd te zijn op de *risicobereidheid* van de onderneming. Daarnaast geeft de OECD aan dat in haar optiek, de risico-informatie zich moet toespitsen op de risico's geïdentificeerd als meest relevant – kortom de *voornaamste risico's* – en de materiële risico's zouden *gerangschikt* moeten zijn op basis van belangrijkheid, gebruikmakend van een kwalitatieve selectie waarvan de criteria eveneens dienen te worden gepubliceerd (Directorate for Financial and Enterprise Affairs – OECD Steering Group on Corporate Governance, 2010, p. 13).

Het belang van de *risicobereidheid* van ondernemingen wordt ook onderschreven door de Europese Commissie. In haar Green Paper over het EU corporate gover-

nance-raamwerk stelt zij de vraag of de raad van bestuur de risicobereidheid van een onderneming moet goedkeuren, verantwoordelijkheid voor de risicobereidheid moet nemen en moet rapporteren over deze risicobereidheid aan de aandeelhouders (European Commission, 2011, p. 10).

3 Bouwstenen van het format voor het voorzien in de gewenste risico-informatie

Er is behoefte aan een algemeen geaccepteerd format voor het openbaar maken van risico-informatie. Met name ten behoeve van een verhoogde leesbaarheid en een verbeterde vergelijkbaarheid. De vraag die aan het begin van dit artikel werd gesteld is hoe een dergelijk format eruit moet zien. Het gaat dan vooral om de vraag welke informatiebehoefte leeft bij de beoogde lezers van de risicosectie. Daarbij moet de notitie worden gemaakt dat een dergelijk format vooral in staat moet zijn sturing te geven aan ondernemingen bij hun risicorapportage zonder de nodige vrijheid te ontnemen aan de wijze waarop en de mate waarin wordt gerapporteerd over de risico's die de onderneming loopt. Elke onderneming is immers uniek en het doel van risicorapportage is om aandeelhouders en andere stakeholders te voorzien van adequate risico-informatie.

Er zijn ruimschoots aanwijzingen ten aanzien van de risico-informatie die in de optiek van beroepsorganisaties, belangenorganisaties, beleidsmakers en aandeelhouders gepubliceerd zou moeten worden. Waar de idee kan ontstaan dat er een grote verscheidenheid is in de vraag naar elementen van risico-informatie in verschillende rapporten en door de jaren heen, geeft dit onderzoek het geruststellende beeld dat veel elementen – weliswaar in steeds variërende samenstellingen – herhaaldelijk en tevens in diverse landen benoemd worden. Met een analyse van de elementen die keer op keer worden aangeduid als belangrijk, worden de bouwstenen voor risicorapportage zichtbaar. Tezamen vormen deze tien bouwstenen het gewenste format voor de openbaarmaking van risico-informatie.

De tien bouwstenen van het format voor risicorapportage zijn opgesomd in tabel 1. Aan elke bouwsteen van het format liggen in principe drie of meer van de in dit artikel besproken onderzoeken ten grondslag, waarin deze specifieke informatie is aangemerkt als relevante risico-informatie.

Een belangrijke kanttekening moet geplaatst worden bij risicorapportage conform de bouwstenen van dit format en dat is het belang van de context. De openbaar-

Tabel 1 Tien bouwstenen van een gemakkelijk vergelijkbaar format voor risicorapportage

Nr.	Bouwsteen	Toelichting	Indicatie gegeven door:
1	Risicocategorieën	Aanduiding van categorie of type risico, voorbeeld gebaseerd op COSO of codes	Dobler (2005); Shareholder Support (2008); IASB (2010)
2	Voornaamste risico's	In tegenstelling tot mogelijke risico's; met toelichting waarop dat gebaseerd is	Dobler (2005); ICAEW (1997; 1999); Abraham et al. (2007); ASB (2009); Eumedion (2008); NIVRA (2009); De Ridder & Steggink (2009); GAID (2009); IASB (2010); OECD (2009); CICA (2008); Shareholder Support (2008)
3	Specifieke risico's	Duiding waarom het specifieke risico's zijn; ter voorkoming van boilerplate tekst	CICA (2008); ASB (2009); Shareholder Support (2008)
4	Gedetailleerde beschrijving	Beschrijving van de aard van het risico in context van de specifieke onderneming	ICAEW (1997; 2002); Abraham et al. (2007); ASB (2009); Shareholder Support (2008); NIVRA (2010); De Ridder & Steggink (2009)
5	Materiële informatie	Beperken tot materiële informatie; toelichting waarom dat materieel is	Baums (2002); CICA (2008); OECD (2009)
6	Waarschijnlijkheid	Aangeven van waarschijnlijkheid dat het risico zal materialiseren	Abraham et al. (2007); CICA (2009a); Shareholder Support (2008); De Ridder & Steggink (2009)
7	Potentiële impact	Aangeven van de potentiële impact wanneer het risico materialiseert	Abraham et al. (2007); CICA (2009a); ASB (2009); Shareholder Support (2008); De Ridder & Steggink (2009); GAID (2009)
8	Prioritering	Gebaseerd op selectiecriteria voor de rangorde van belangrijkheid	NIVRA (2009); De Ridder & Steggink (2009); OECD (2009)
9	Risicomitigatie	Ondernemingsstrategie voor het managen van deze voornaamste risico's	CICA (2008); ICAEW (1999; 2002); ASB (2009); Eumedion (2008); NIVRA (2009); IASB (2010)
10	Risicobereidheid	Niveau van risico dat onderneming bereid is te nemen	ICAEW (1997); Eumedion (2008); NIVRA (2009); Shareholder Support (2008); De Ridder & Steggink (2009); OECD (2009); EC (2011)

gemaakte risico-informatie kan vooral op zijn waarde worden geschat indien de samenhang tussen risico's en de benadering van het geheel van risico's, tevens in relatie tot de strategie, wordt besproken. Dit geeft een meer volledig beeld van de risicosituatie van de onderneming. Hieraan ligt de benadering van het risicomangement van de onderneming ten grondslag en de door Duffhues (2013) beschreven complexiteit van waardecreërend risicomangement. Duffhues (2013) onderscheidt twee typen van risicomangement: de instrumentele benadering – die leidt tot rapportering in jaarverslagen over verschillende risico's separaat, waarbij per risicosoort een bepaalde strategie wordt gevolgd – en de strategische benadering – waarbij het uitgangspunt niet een separaat risico is, maar gekeken wordt naar het groter geheel van risico's en bijbehorende risicostrategie. De strategische benadering mag volgens Duffhues (2013) de voorkeur genieten aangezien deze benadering aansluit bij de algemene ondernemingsdoelstelling van waardemaximalisatie voor de onderneming als geheel. Rapportage in lijn met deze strategische benadering van risicomangement ondersteunt de juiste interpretatie van de openbaargemaakte risico-informatie. Concreet houdt dit in dat bijvoorbeeld de risicomitigatie niet per risico of risicocategorie beschreven hoeft te worden – wat nu doorgaans gebeurt (Van Daelen, 2012, p. 229 e.v.) – maar dat om tot betere risico-informatie te komen het vooral van belang is dat de ondernemingsstrategie in zijn geheel en in relatie tot het managen van de voornaamste risico's wordt uitgelegd.

4 Conclusie en afsluitende opmerkingen

Vanuit ondernemingsrechtelijk perspectief is het van belang dat ondernemingen informatie ontsluiten die aansluit bij de informatiebehoeften van haar stakeholders (aandeelhouders, crediteuren, leveranciers, afnemers, werknemers, etc.). Het gebrek aan adequate standaarden voor het openbaar maken van risico-informatie resulteert erin dat de risicorapportage van ondernemingen vaak tekortschiet. Het uitgangspunt bij het opstellen van een algemeen geaccepteerd format voor het openbaar maken van risico-informatie is dat het moet bijdragen aan de openbaarmaking van *beter* risico-informatie, niet aan de openbaarmaking van *meer* risico-informatie. Gebaseerd op indicaties van informatiebehoefte omtrent risico's zoals in de afgelopen jaren gegeven door stakeholders, belangengroepen en beleidsmakers, concludeert dit artikel dat de elementen van risico-informatie die een dergelijk format zou moeten

bevatten de volgende zijn: (1) categoriseren van risico's, (2) benoemen van de voornaamste risico's en (3) de ondernemingsspecifieke risico's, (4) geven van een gedetailleerde beschrijving, (5) toespitsen op materiële informatie, (6) duiden van de waarschijnlijkheid dat risico's materialiseren en (7) de potentiële impact, (8) prioriteren van de risico's, (9) aangeven van de risicomitigatie en (10) de risicobereidheid van de onderneming. Bij risicorapportage conform deze bouwstenen is het van belang dat de openbaargemaakte risico-informatie vooral op zijn waarde kan worden geschat indien de samenhang tussen risico's en de benadering van het geheel van risico's, tevens in relatie tot de strategie, wordt besproken. Dit ondersteunt de juiste interpretatie van de openbaar gemaakte risico-informatie en geeft een meer volledig beeld van de risicosituatie van de onderneming.

Wetende welke tien bouwstenen tezamen het gewenste format voor de openbaarmaking van risico-informatie vormen, is vanzelfsprekend de volgende vraag in hoeverre de huidige risicorapportage van ondernemingen aansluit bij deze gewenste informatie. Uit empirisch onderzoek blijkt dat de gegeven informatie in de risicosectie van jaarverslagen in de basis overeenkomt met hetgeen wordt gevraagd in wetgeving en corporate governance-codes, maar grotendeels niet overeenkomt met hetgeen aan risico-informatie is gewenst (Van Daelen, 2012, p. 168 e.v.). Een nadere analyse van de aansluiting tussen de gepubliceerde informatie en de gewenste informatie conform het format voor risicorapportage gaat voorbij aan de strekking van dit artikel. Wel is met zekerheid te zeggen dat er nog verbetering te behalen is in de risicorapportage door gebruik te maken van het in dit artikel aangedragen format voor het openbaar maken van risico-informatie in combinatie met een doorvertaling van een strategische risicomangementbenadering in de risicorapportage. Dat geldt zeker voor ondernemingen die streven naar best practice en verder willen gaan dan hetgeen wordt gevraagd in wet- en regelgeving door de risicorapportage aan te laten sluiten op de informatiebehoefte. ■

Mr. dr. M.M.A. (Marijn) van Daelen is verbonden aan Tilburg University en Deloitte Risk Services B.V. Zij heeft zich gespecialiseerd in ondernemingsrecht, corporate governance, risicomangement en compliance. Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel.

Literatuur

- Acher, G. (1998). Institute risks getting it wrong. *Accountancy*, 122(1259), 68.
- Abraham, S., Solomon A., & Stevenson, J. (2007). *A ranking of risk disclosure in UK annual reports* (European Risk Conference Working Paper). Geraadpleegd op www.nottingham.ac.uk.
- Accounting Standards Board (ASB) (2009). *A review of narrative reporting by UK listed com-*

- panies in 2008/2009. Geraadpleegd op <http://www.frc.org.uk>.
- Adams, M. (2002). *Ökonomische Theorie des Rechts: Konzepte und Anwendungen*. Frankfurt: Peter Lang.
- Assink, B. (2010). *De januskop van het ondernemingsrecht*. Deventer: Kluwer.
- Baums, T. (2002). *Changing patterns of corporate disclosure in continental Europe: The example of Germany* (ECGI Working Paper Series in Law no. 04/2002). Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=345020>.
- Berle, A., & Means, C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, Brace and World Inc.
- Botosan, C. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-249.
- Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) (2009a). *Management's discussion and analysis guidance on preparation and disclosure: Comprehensive revision*. Geraadpleegd op <http://www.cica.ca>.
- Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) (2009b). *Striving for improvement: A review of management's discussion and analysis in 2008 annual reports*. Geraadpleegd op <http://www.cica.ca>.
- Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) (2008). *Building a better MD&A – risk disclosure*. Geraadpleegd op <http://www.cica.ca>.
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) (2004). *Enterprise Risk Management – Integrated Framework, Executive Summary*. Geraadpleegd op www.coso.org.
- Daelen, M. van (2012). *Risk management and corporate governance: Match between the legal framework and practice*. Brugge: Die Keure.
- Directorate for Financial and Enterprise Affairs – OECD Steering Group on Corporate Governance (2010). *Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the principles*. Geraadpleegd op www.oecd.org.
- Dobler, M. (2005). *How informative is risk reporting? A review of disclosure models*. Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=640522>.
- Duffhues, P. (2013). Derivaten, risicomanagement en de balansstructuur van ondernemingen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 87(6), 267-281.
- Eumedion (2008). *Eumedion speerpuntenbrief 2008*. Geraadpleegd op <http://www.eumedion.nl>.
- Eumedion (2009). *Evaluatie AVA-seizoen 2009*. Geraadpleegd op <http://www.eumedion.nl>.
- European Commission (2011). *Green paper on the EU corporate governance framework*. Geraadpleegd op http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf.
- Financial Reporting Council (2012). *The UK Corporate Governance Code*. Geraadpleegd op www.frc.org.uk.
- Groenland, J., Daals, R., & Eijse, H. von (2006). De Tabaksblat risicoparaaf in Nederlandse jaarverslagen: een eerste analyse van inhoud en effect. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 80(3), 93-99.
- Het Europese Parlement en de Raad van de Europese Unie (2004). *Richtlijn 2004/109/EC van het Europese Parlement en de Raad van 15 december 2004 (Transparantierichtlijn)*. Geraadpleegd op <http://eur-lex.europa.eu>.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW) (1997). *Financial reporting of risk: Proposal for a statement of business risk*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW) (1999). *No surprises: The case for better risk reporting*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW) (2002). *No surprises: Working for better risk reporting*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2010). *IFRS practice statement: Management commentary. A framework for presentation*. Geraadpleegd op <http://www.iasb.org>.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2010). *Informativeness of risk disclosures in corporate annual reports*. Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=1736228>.
- Lang, M., & Lundholm, R. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, 71(4), 467-492.
- Linsley, P., & Lawrence, M. (2007). Risk reporting by the largest UK companies: Readability and lack of obfuscation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20(4), 620-627.
- Linsley, P., & Shrives, P. (2000). Risk management and reporting risk in the UK. *Journal of Risk*, 3(1), 115-129.
- Manen, J. van, & Groot, J. de. (2009). Business risk reporting. In *The handbook of international corporate governance: A definitive guide* (2nd ed., pp. 97-104). London: Kogan Page.
- Meijer, J.W. (2003). Verslaggeving over risico's. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 77(3), 109-118.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008). *De Nederlandse Corporate Governance Code – Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*. Geraadpleegd op www.corgov.nl.
- Nederlands Instituut van Registeraccountants (NIVRA). (2010). *Onderzoek naar de risicoparaaf in jaarverslagen 2009 van Nederlandse beursfondsen*. Geraadpleegd op <http://www.iaa.nl/vaktechniek/downloads>.
- Nederlands Instituut van Registeraccountants (NIVRA). (2009). *Risicomanagement: Een hype? Wat betekent het voor bestuurders en commissarissen?* Geraadpleegd op <http://www.nivra.nl>.
- Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD) (2009). *Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages*. Geraadpleegd op <http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf>.
- Ridder, W. de, & Steggink, J. (2009). Verantwoording over risicobeheersing: Wat willen aandeelhouders, banken en ondernemingsraden weten? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 83(7/8), 247-253.
- Shareholder Support (2008). *Inzicht in onzekerheid: Onderzoek naar de risicoparaaf in de jaarverslagen 2007 van beursfondsen* (in opdracht van NIVRA en Eumedion; auteurs G.M.H. Mertens en I.H.C. Blij). Geraadpleegd op http://www.shareholdersupport.nl/wp-content/uploads/0000021882_Inzicht_in_onzekerheid.pdf.
- Solomon, J., Solomon, A., Norton, S., & Joseph, N. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. *The British Accounting Review*, 33(4), 447-478.
- The Global Auditor Investor Dialogue (GAID) (2009). *Enhanced disclosure working group: Guidelines for enhanced disclosure to assist directors, audit committees, shareowners and investors*. Geraadpleegd op <http://www.nivra.nl>.