



WIE BELEEFT ER EIGENLIJK PLEZIER AAN?

## De zin en onzin van een jaarverslag

"I hope you enjoy reading this Integrated Annual Report", schrijft CEO Maximo Ibarra in het voorwoord van het jaarverslag van KPN over 2018, dat verscheen op 25 februari 2019. Vier maanden later vertrok Ibarra bij KPN. Zou hij zelf plezier hebben beleefd aan het schrijven of lezen van zijn jaarverslag? Wie beleeft er eigenlijk joy aan het lezen van een Integrated Annual Report?

Door Piet Hein Coebergh

woording. Uiterst belangrijk, maar er zijn kortere wegen naar joy. Interessant zijn veel jaarverslagen beslist, al blijft het wonderlijk hoeveel pagina's (gemiddeld 204 in 2019) bedrijven nodig hebben om hun punt te maken.

### Baat bij transparante verslaggeving

Wetenschappelijk onderzoek heeft herhaaldelijk aangetoond dat ondernemingen baat hebben bij (financieel) transparante verslaggeving. Stakeholder theorie en agency theorie verklaren de empirisch vaak bewezen stelling dat (financieel terugkijkende) transparante ondernemingen makkelijker geld kunnen lenen op de kapitaalmarkt en dus kredietwaardiger zijn (gemeten als "cost of capital"), makkelijker hun aandeel verhandelen (gemeten als liquiditeit van het aandeel) en een stabielere beurskoers hebben (gemeten als volatiliteit van het aandeel).

Onderzoek naar het effect van transparantie in het communiceren van (vooruitkijkende) bedrijfsstrategie leert dat transparante ondernemingen behalve een betere liquiditeit van het aandeel ook een betere bedrijfsreputatie genieten.

### Bedrijven niet transparant

Over de kosten van transparantie bestaat veel onzekerheid. Ondanks bovengenoemde voordelen zijn bedrijven op zijn zachtst gezegd niet allemaal even transparant. Over 2018 was het gemiddelde rapportcijfer van de top 75 een 3,9. Dat op een schaal van 0 tot 10 (hoogste was Arcadis met een 7,5, laagste Kladis Pharma met een 0,5). De directe kosten van transparantie (het samenstellen en verspreiden van informatie) lijken verwaarloosbaar, dus wat houdt bedrijven tegen?

De wetenschap gist naar de redenen. Een verklaring is dat de toekomst zo onvoorspelbaar is dat het onzinnig is om specifieke keuzes te maken. De meest gehoorde verklaring is dat ondernemingen liever hun kaarten tegen de borst houden en concurrenten (of toezichthouders, vakbonden, belangenorganisaties en andere stakeholders) niet onnodig wijs maken. Een andere verklaring is dat veel bedrijven misschien helemaal geen idee hebben waar ze naar toe moeten. De meeste bedrijven lijken een balans te zoeken tussen de voor- en nadelen van transparantie door:

- De juridisch vereiste informatie te leveren.
- De bedrijfsgevoelige informatie achter te houden (denk aan het geheime recept van Coca Cola of het concept van de iPhone voordat die wereldkundig werd gemaakt).

### IK DENK NIET DAT HET VEEL MENSEN ZIJN,

en ik kan me ook moeilijk voorstellen dat jaarverslagen voor dat doel geschreven zijn. Wel vraag ik me steeds vaker in af waarom ze wel geschreven worden, waarover later meer. Sinds 2003 lees ik elk jaar alle jaarverslagen van de 70 tot 75 grootste beursgenoteerde bedrijven in Nederland. Tot 2011 deed ik dat als onderdeel van mijn promotieonderzoek naar de oorzaken en uitkomsten van het communiceren van bedrijfsstrategie. Vanaf 2012 doe ik dat als lector aan Hogeschool Leiden als jaarlijkse analyse van hoe (grote) bedrijven (in hun jaarverslag) communiceren over hun strategie. De resultaten van deze onderzoeken zijn open access beschikbaar op [hsleiden.nl/pr-en-social-media](http://hsleiden.nl/pr-en-social-media).

Ik meen dus een beeld te hebben van wat jaarverslagen van beursgenoteerde bedrijven in Nederland zoal te bieden hebben. En dat kan best veel zijn, omdat sommige bedrijven proberen in hun jaarverslag duidelijk te maken wat ze allemaal in huis hebben en voor elkaar krijgen. Maar een jaarverslag gaat vooral over verant-



Coebergh: "Het jaarverslag blijft een gezonde oefening om strategie zichtbaar te krijgen."

-De toegevoegde waarde van het bedrijf voor de samenleving (met name de aandeelhouderswaarde) te promoten.

### Vijf factoren van invloed

Onderzoek naar communicatie over strategie door de 70 grootste in Nederland genoteerde ondernemingen over de periode 2003-2008 liet zien dat vijf factoren van significante invloed zijn op de mate waarin beursgenoteerde ondernemingen open zijn over hun strategie:

1. **De branche:** Zo zijn bijvoorbeeld ondernemingen in de bouwsector in Nederland doorgaans minder transparant dan in de financiële sector – al zegt dat niets over de inhoud van de strategie.
2. **Winstgevendheid:** Die drukt de openheid: hoe beter het gaat, hoe geslotener het bedrijf.
3. **Noteringen** aan meerdere beurzen maken bedrijven transparanter.
4. Hoe groter de **marktkapitalisatie**, hoe opener het bedrijf is over de strategie. Promotie naar de AEX betekent dus investeren in corporate communicatie en investor relations.
5. **Hoe langer het bedrijf genoteerd** is, hoe transparanter het bedrijf is over de toekomst.

Geen significante relatie is gevonden voor de omzet van het bedrijf, de mate waarin een bedrijf beleend is (leverage) en de verhandelbaarheid (free float) van beursgenoteerde ondernemingen.

Transparantie draagt dus bij aan succes, maar biedt geen garantie. Er zijn transparante bedrijven die slecht presteren. De strategie of de uitvoering daarvan hoeft immers niet goed te zijn. En er zijn gesloten bedrijven die goed presteren. Transparantie is geen panacee, wel een teken van kracht en zelfvertrouwen. Omgekeerd roepen gesloten bedrijven veel vragen en zelfs wantrouwen op. Onbekend maakt onbemind.

### Is het middel nog probaat?

Een transparant jaarverslag draagt dus ook bij aan het succes van de organisatie, maar de vraag rijst of het middel nog probaat is. Wie leest nog een jaarverslag, buiten ondergetekende en de juryleden van de Sijthoffprijs en de Kristalprijs? Voor analisten en grote beleggers is diepgaander (vaak publiek beschikbare!) informatie over de bedrijfsvoering beschikbaar. Sollicitanten kijken naar de website. Journalisten lezen alleen persberichten en focussen juist op wat niet in het jaarverslag staat. Regelgevers vragen en krijgen veel gedetailleerder info. Medewerkers leunen op interne kanalen.

En welke kleine belegger gebruikt nog het jaarverslag voor investeringsbeslissingen? Het jaarverslag lijkt een relict uit de tijd dat we nog niet realtime en online onze informatiebehoefte konden bevredigen. Maar het blijft een gezonde oefening om strategie zichtbaar te krijgen en kan een waardevol instrument zijn voor de resterende geïnteresseerde lezer, zoals de vinylplaat dat is voor de aandachtige luisteraar. De kostenbewuste en resultaatgerichte CFO adviseer ik daarom het jaarverslag in afgeslankte vorm te behouden en de inhoud over meerdere kanalen te verspreiden. Een versterkte reputatie en liquiditeit van het aandeel zijn het loon.

Dr. mr. Piet Hein Coebergh MBA is lector aan Hogeschool Leiden, docent aan de Erasmus Universiteit en consultant bij Lewin associates. 