

TRANSPARANTIE OVER BANKCONVENANTEN BIJ VASTGOEDFONDSEN

Een onderzoek naar de rapportage over bankconvenanten

Emma Hulst

Titelpagina

Titel Transparantie over bankconvenanten bij vastgoedfondsen
Ondertitel Een onderzoek naar de rapportage over bankconvenanten
Datum van uitgave 15 juni 2016

Gegevens student

Naam Emma Hulst
Studentnummer 12068187
Email 12068187@student.hhs.nl
School De Haagse Hogeschool
Opleiding Bedrijfseconomie
Klas BE4A
Docentmentor L. Rodenburg

Gegevens bedrijf

Stage bedrijf Solutional
Adres Arentsburghlaan 3
Plaats Voorburg
Postcode 2275 TT
Bedrijfsmentor T.S. de Jong
Email bas.de.jong@solutional.nl
Telefoonnummer 0638305703

Handtekening¹



T.S. de Jong
Solutional

¹ Door het ondertekenen van dit document wordt akkoord gegeven op het vrijgeven van deze afstudeerscriptie.



Voorwoord

Voor u ligt mijn scriptie waarmee ik de studie Bedrijfseconomie aan de Haagse Hogeschool afsluit. De opdrachtgever is Solutional. De opdracht is uitgevoerd in de periode februari tot juni 2016.

Via deze weg wil ik graag een aantal personen in het bijzonder bedanken die hebben bijgedragen aan de totstandkoming van mijn scriptie. Allereerst wil ik mijn bedrijfsbegeleider de heer de Jong bedanken voor zijn begeleiding, motivatie en inspiratie voor mijn onderzoek. Verder wil ik mijn stagebegeleider de heer Rodenburg bedanken voor zijn snelle respons, adequate feedback en alle gesprekken in de afgelopen maanden. Tot slot wil ik graag de geïnterviewden: een voormalig controller van Imtech en twee accountants van één van de big four accountantskantoren bedanken voor hun medewerking aan mijn onderzoek.

Ik wens u veel leesplezier toe!

Emma Hulst,

Voorburg, 15 juni 2016



Samenvatting

Het begrip bankconvenanten is de laatste tijd een veelbesproken onderwerp in het nieuws. Veel organisaties, zoals BAM, Macintosh en Imtech, kwamen in de problemen door het niet nakomen van de bepalingen in hun bankconvenanten. Middels persberichten en financiële rapportages brengen zij de belanghebbenden (o.a. de aandeelhouders) op de hoogte van de gang van zaken. Het onderzoek 'In Balans 2015' van de AFM (autoriteit financiële markten) laat zien dat ondernemingen te beperkt rapporteren over bankconvenanten. Naar aanleiding van dit onderzoek van de AFM wil Solutional (mogelijke) verbeterpunten identificeren in de jaarrekeningen van vastgoedfondsen met betrekking tot de rapportage over bankconvenanten.

In mijn scriptie staat de volgende probleemstelling centraal: *Op welke wijze kan de kwaliteit van de rapportage over bankconvenanten in de jaarrekeningen van vastgoedfondsen (mogelijk) worden verbeterd, in lijn met de geldende wet- en regelgeving en de informatiebehoefte van belanghebbenden?*

Allereerst wordt in mijn scriptie aandacht besteed aan het theoretisch kader. In dit hoofdstuk komen achtereenvolgens de definitie van het begrip bankconvenant, de informatiebehoefte van belanghebbenden en de rapportageregels aan bod.

- Een bankconvenant is een overeenkomst tussen een financiële instelling en de geldlener met aanvullende afspraken over de lening.
- De aandeelhouders, de werknemers en de externe belanghebbenden (toeleveranciers, maatschappij, overheid, crediteuren, klanten en beleggers), ook wel genoemd de gebruikers van financiële verantwoordingen, willen meer transparantie in de jaarrekeningen over bankconvenanten. De informatiebehoefte van de managers van de organisatie en de gebruikers kunnen op gespannen voet staan. De managers van een organisatie hebben in beginsel belang bij een zo positief mogelijke weergave van de stand van zaken van de organisatie, terwijl de gebruikers van de jaarrekening een betrouwbaar beeld willen van de organisatie waarin zij belanghebbenden zijn.
- Om tussen deze behoeftes een balans te vinden zijn rapportageregels opgenomen in het Burgerlijk Wetboek, de RJ en de IFRS met betrekking tot de financiële verantwoording van ondernemingen. Daarnaast dienen de jaarrekeningen van ondernemingen gecontroleerd te worden door een onafhankelijke accountant. De accountant controleert of de jaarrekening die het bestuur heeft opgesteld, een correcte weergave is van de financiële situatie van de organisatie gegeven de van toepassing zijnde verslaggevingsregels. Er zijn geen concrete richtlijnen voor de rapportage over bankconvenanten.

Vervolgens wordt in mijn scriptie het theoretisch kader toegepast op het onderzoek. Mijn onderzoek bestaat uit twee delen. Allereerst is gekeken naar de mate waarin bankconvenanten zijn toegelicht in de jaarrekeningen van acht geselecteerde vastgoedfondsen. Dit is getoetst aan de hand van een zelf opgestelde vragenlijst. De uitkomsten van het onderzoek worden onderbouwd met de meningen van twee



accountants werkzaam bij één van de big four accountantskantoren. In het onderzoek komt naar voren dat 88% van de onderzochte vastgoedfondsen rapporteert over de afgesproken convenanten, de ratio's en de realisatie; 13% van de onderzochte vastgoedfondsen een berekening geeft van de convenanten; 50% van de onderzochte vastgoedfondsen de gevolgen van schending van de convenanten beschrijft; geen van de onderzochte vastgoedfondsen de convenanten geeft van de twee voorgaande jaren en 63% van de onderzochte vastgoedfondsen de berekeningswijze van de convenanten geeft. Voor een transparante toelichting op de bankconvenanten is het van belang dat de bovengenoemde punten naar voren komen in het jaarverslag.

Het tweede deel van mijn onderzoek besteedt aandacht aan het installatiebedrijf Royal Imtech. Voor dit onderzoek is een interview afgelegd met de voormalige group business controller van Imtech. Het installatiebedrijf kwam in 2013 in de problemen met de bankconvenanten. Hoewel Imtech geen vastgoedfonds is, levert de casus een wijze les voor elke organisatie die zijn verplichtingen uit de bankconvenanten dreigt te breken.

Uit mijn onderzoek kan geconcludeerd worden dat vastgoedfondsen te beperkt rapporteren over bankconvenanten in de jaarrekeningen. De kwaliteit van de rapportage over bankconvenanten in de jaarrekeningen van vastgoedfondsen wordt beter indien vastgoedfondsen transparanter worden over: (1) de afgesproken bankconvenanten, de ratio's en de realisatie; (2) de berekeningswijze van de ratio's; en (3) de mogelijke gevolgen voor de organisatie bij schending van de convenanten.

Op basis van de resultaten van mijn onderzoek beveel ik de DUFAS aan een best-practice op te stellen met betrekking tot de rapportage over bankconvenanten. Wanneer deze best-practice is opgesteld, is het mogelijk dat de richtlijnen met betrekking tot bankconvenanten aangepast kunnen worden. Verder beveel ik de banken aan een duidelijk normenkader voor de verslaggevingseisen op te nemen in de convenanten, de positieve convenanten te baseren op niet beïnvloedbare ratio's en convenanten te herzien wanneer stelselwijzingen worden toegepast. Tot slot wil ik Solutional vragen hun klanten te adviseren expliciet ruimte te maken voor bankconvenanten in het jaarverslag, het control framework of het risicomanagement systeem.



Inhoudsopgave

Voorwoord	2
Samenvatting.....	3
1. Inleiding en probleemstelling.....	6
1.1 Aanleiding	6
1.2 Probleemstelling en deelvragen	6
1.3 Doelstelling.....	7
1.4 Inkadering.....	7
1.5 Indeling en onderzoeksmethode.....	7
2. Organisatiebeschrijving	8
2.1 Inleiding.....	8
2.2 Solutional.....	8
3. Theoretisch kader.....	10
3.1 Inleiding.....	10
3.2 Bankconvenanten.....	10
3.3 De belanghebbenden en de informatiebehoefte	13
3.4 De rapportageregels voor bankconvenanten.....	15
3.5 Conclusie.....	18
4. De resultaten van het onderzoek.....	20
4.1 Inleiding.....	20
4.2 Bankconvenanten in jaarverslagen.....	20
4.3 Een praktijkvoorbeeld van bankconvenanten.....	27
4.4 Conclusie.....	29
5. Conclusie en aanbevelingen.....	31
5.1 Inleiding.....	31
5.2 Deelconclusies hoofdstuk 3 en 4	31
5.3 Algehele conclusie.....	32
5.4 Aanbevelingen.....	33
Literatuur	35
Bijlagen.....	37



1. Inleiding en probleemstelling

1.1 Aanleiding

Het begrip bankconvenanten is de laatste tijd een veelbesproken onderwerp in het nieuws. Veel organisaties, zoals BAM, Macintosh en Imtech, kwamen in de problemen met het nakomen van bepalingen in hun bankconvenanten. Middels persberichten en via financiële rapportages brengen zij de belanghebbenden (o.a. de aandeelhouders) op de hoogte van de gang van zaken.

Bankconvenanten en de mate waarin deze (dreigen te) worden geschonden is zeer relevante informatie voor aandeelhouders. Deze informatie zou voor een belangrijk gedeelte uit de jaarverslagen van ondernemingen moeten blijken. Een schending van het bankconvenant kan grote gevolgen hebben voor (beursgenoteerde) ondernemingen. Zo kan het bekend worden van deze informatie leiden tot dalende beurskoersen, waardoor het vertrouwen in de onderneming kan afnemen. Daarnaast kunnen ondernemingen door een dalende beurskoers gezien worden als overname kandidaat, wat meer onzekerheid voor aandeelhouders oplevert. Tot slot kan het voor ondernemingen lastiger worden nieuwe financieringen te verkrijgen (AFM, 2015).

Het onderzoek 'In Balans 2015' van de AFM (autoriteit financiële markten) laat zien dat ondernemingen te beperkt rapporteren over bankconvenanten. Naar aanleiding van dit onderzoek van de AFM wil Solutional (mogelijke) verbeterpunten identificeren in de jaarrekeningen van vastgoedfondsen met betrekking tot de rapportage over bankconvenanten.

1.2 Probleemstelling en deelvragen

In dit onderzoek staat de volgende probleemstelling centraal: *Op welke wijze kan de kwaliteit van de rapportage over bankconvenanten in de jaarrekeningen van vastgoedfondsen (mogelijk) worden verbeterd, in lijn met de geldende wet- en regelgeving en de informatiebehoefte van belanghebbenden?* Vanuit deze probleemstelling zijn de volgende deelvragen opgezet:

1. Wat zijn bankconvenanten?
2. Wat is de informatiebehoefte van belanghebbenden over bankconvenanten?
3. Welke rapportageregels gelden er voor bankconvenanten?
4. In welke mate komen bankconvenanten in het jaarverslag van vastgoedfondsen tot uiting?
5. Welk effect heeft het niet naleven van de informatieverstrekking over bankconvenanten in de praktijk?



1.3 Doelstelling

Zoals de aanleiding van dit onderzoek al aangeeft blijkt uit onderzoek van de AFM dat te beperkt wordt gerapporteerd over bankconvenanten in de jaarrekeningen. Solutional wil toetsen of dit ook specifiek het geval is bij de jaarrekeningen van vastgoedfondsen. Het doel van dit onderzoek is inzicht te krijgen in de kwaliteit van de jaarrekeningen van vastgoedfondsen met betrekking tot de toelichting op de bankconvenanten en het identificeren van (mogelijke) verbeterpunten. Het onderzoek moet rekening houden met de behoeften van de belanghebbenden en de wet- en regelgeving.

Met het oog op de toekomst, wil Solutional zich oriënteren op de rapportage van vastgoedfondsen. Dit onderzoek kan relevante informatie bevatten voor deze oriëntatie.

1.4 Inkadering

De onderzoekspopulatie bestaat uit acht jaarverslagen van het jaar 2014 van vastgoedfondsen.

1.5 Indeling en onderzoeksmethode

Dit onderzoek begint met een organisatiebeschrijving, waarbij aandacht wordt besteed aan de belangrijkste kenmerken van Solutional. De informatie is verkregen uit online beschikbare informatie en interviews.

Het derde hoofdstuk van deze scriptie bestaat uit het theoretische kader. In dit hoofdstuk komen de theorieën en ideeën met betrekking tot het onderzoek naar bankconvenanten aan bod. Eerst wordt het begrip bankconvenant onder de loep genomen. Vervolgens wordt gekeken naar de informatie behoefte van belanghebbenden over bankconvenanten. Tot slot zal aandacht worden besteed aan de rapportageregels ten aanzien van bankconvenanten. De informatie van het theoretisch kader is door literatuurstudie verkregen.

Vervolgens wordt in het vierde hoofdstuk van deze scriptie de theorie van hoofdstuk drie toegepast op de praktijk. In dit hoofdstuk komen de resultaten van het uitgevoerde onderzoek aan bod. Het onderzoek is opgesplitst in twee delen. Het eerste gedeelte bestaat uit een empirisch onderzoek van jaarrekeningen van vastgoedfondsen. Vervolgens worden deze resultaten onderbouwd met meningen van twee accountants. Het tweede gedeelte bestaat uit een interview met voormalig group business controller van Royal Imtech N.V.

Tot slot is het laatste hoofdstuk een conclusie van de voorgaande hoofdstukken. In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de probleemstelling van deze scriptie. Tevens zal in dit hoofdstuk advies worden gegeven aan Solutional en overige partijen.



2. Organisatiebeschrijving

2.1 Inleiding

Zoals in de probleemstelling van deze scriptie al naar voren is gekomen, wordt het onderzoek verricht ten behoeve van Solutional. Voordat de resultaten van het onderzoek naar voren zullen komen is het eerst van belang om een goed beeld van Solutional te hebben. In dit hoofdstuk wordt beschreven wat voor soort organisatie Solutional is.

2.2 Solutional

Solutional is een jonge organisatie, opgericht door drie partners in 2005. Vanaf het moment van oprichting heeft Solutional veel groei gekend. Solutional is in Nederland marktleider op het gebied van Asset Management verslaggeving. Daarnaast heeft Solutional ook klanten in Ierland, Groot-Brittannië en Duitsland. Solutional bestaat uit drie werkmaatschappijen. Dit betreft Solutional Financial Reporting, Solutional Advisory Services en Solutional Assurance Services.

Het grootste gedeelte van de opdrachten van Solutional valt onder Financial Reporting. Financial Reporting bestaat uit het opstellen van financiële verslagen voor beleggingsfondsen, waaronder jaarverslagen, halfjaarlijkse rapporten en rapportages aan toezichthouders, zoals AIFMD verslagen. Solutional heeft al meer dan tien jaar ervaring in de uitvoering van de verschillende soorten financiële verslaggeving standaarden binnen de asset management industrie. De klanten van Solutional bestaan uit private equity fondsen, traditionele beleggingsfondsen en de beleggingsfondsen van grote institutionele vermogensbeheerders. Daarnaast voert Solutional jaarlijks een verslaggevingsonderzoek uit onder in Nederland publiekelijk aangeboden beleggingsfondsen.

Solutional heeft naast een focus op financiële verslaggeving een focus op integrated control, waarmee wordt beoogd de interne beheersing van beleggingsfondsen, vermogensbeheerders of fondsadministratiekantoren te verbeteren of te toetsen. Solutional Assurance Services treedt hierbij op als controlerend accountant terwijl werkzaamheden vanuit Solutional Advisory Services consulterend van aard zijn.

2.2.1 Missie & Visie

Een organisatie heeft altijd een reden van bestaan. Dit wordt ook wel de missie genoemd. De missie van Solutional is: “We help the asset management industry to be in control and help report to their stakeholders”. Solutional creëert toegevoegde waarde door gebruik te maken van de grote expertise, flexibiliteit en effectieve communicatie binnen de organisatie en de projecten.

Een organisatie heeft altijd een gewenst resultaat voor de toekomst. Dit wordt aangeduid met de visie. Voldoen aan de wensen van de klanten is het belangrijkste concentratiepunt van Solutional. De expertise van Solutional is hierbij van groot belang. Om deze expertise aan te bieden, investeert Solutional in haar personeelsleden.



2.2.2 Strategische doelstellingen

Nu de missie en de visie bekend zijn, kunnen we verder met de strategische doelen van Solutional. Strategische doelstellingen maken duidelijk hoe de missie en de visie uitgevoerd zullen worden. De doelen leggen vast wat een organisatie wil. Onderstaand worden de strategische doelstellingen van Solutional (die van belang zijn voor dit onderzoek) vermeld:

- Allereerst wil Solutional de productdiversificatie vergroten. Zoals hiervoor al is aangegeven, valt een groot aantal opdrachten van Solutional onder Financial Reporting. Dit betreft de maand-, halfjaar- en jaarrapportages. Hierdoor wordt Solutional afhankelijk van deze werkmaatschappij. Als de jaarverslaggeving wegvalt, kan dit leiden tot grote problemen.
- Ten tweede wil Solutional de geografische spreiding van de omzet vergroten. Dit betekent dat Solutional wil uitbreiden naar het buitenland. Recent heeft Solutional een vestiging geopend in Ierland.
- Tot slot wil Solutional door middel van het vergroten van de naamsbekendheid een groter klantenbestand opbouwen. Dit kan gerealiseerd worden door het bezoeken van evenementen waar Solutional zich presenteert aan potentiële klanten.

De bovengenoemde doelstellingen zijn allemaal gericht op groei. Solutional wil groeien. Momenteel heeft Solutional weinig klanten in de vastgoed branche. In de toekomst wil Solutional hier verandering in brengen. Deze scriptie is voor Solutional een oriëntatie op de toekomst.



3. Theoretisch kader

3.1 Inleiding

In het nu volgende hoofdstuk, het theoretisch kader, worden de eerste drie deelvragen beantwoord. In dit hoofdstuk komen de theorieën en ideeën met betrekking tot het onderzoek naar bankconvenanten aan bod. Eerst wordt het begrip bankconvenant onder de loep genomen. Vervolgens wordt er gekeken naar de informatiebehoefte van belanghebbenden over bankconvenanten. Tot slot zal aandacht worden besteed aan de rapportageregels ten aanzien van bankconvenanten.

3.2 Bankconvenanten

Zoals in de inleiding van dit hoofdstuk al naar voren is gekomen, zal het eerste gedeelte van het theoretisch kader aandacht besteden aan het begrip bankconvenant. Allereerst wordt het begrip bankconvenant uitgelegd. Vervolgens zal aandacht worden besteed aan de gevolgen van het niet nakomen van de bankconvenanten.

3.2.1 Wat is een bankconvenant?

Elke onderneming, ongeacht de grootte, heeft op een bepaald moment behoefte aan liquide middelen om groei te kunnen realiseren. Een kleine onderneming zou gebruik kunnen maken van spaargeld of een onderhandse lening. Echter is dit niet altijd mogelijk. In de meeste gevallen wordt gebruik gemaakt van een externe partij, een financiële instelling. Voordat een financiële instelling geld uitleent, moet zij eerst de zekerheid hebben dat de organisatie in staat is het geleende bedrag terug te betalen. Dit is waar de bankconvenanten ter sprake komen.

Volgens de Van Dale is de betekenis van een convenant een overeenkomst. Een *bankconvenant* is dus een overeenkomst tussen een financiële instelling en een geldlener. Wanneer een geldlener een lening heeft bij een financiële instelling, betaalt een geldlener rente ter vergoeding. Daarnaast is het mogelijk dat een geldlener en de financiële instelling aanvullende afspraken maken. De overeenkomst met de financiële instelling en de geldlener, ook wel het bankconvenant, betreft de aanvullende afspraken op de lening.

Bijna elke leenovereenkomst met een financiële instelling heeft een bankconvenant. Bankconvenanten hebben zowel voor de lener als de financiële instelling voordelen. Allereerst beschermen bankconvenanten de financiële instelling tegen het risico van het niet terug ontvangen van het geleende bedrag (Carey, 1993). Daarnaast verlagen bankconvenanten de rentekosten, omdat het kredietrisico beter kan worden beheerst. De geldlener wordt door de bankconvenanten gestimuleerd om zich te richten op de exploitatie van winstgevende activiteiten op het moment dat de marktcondities moeilijk zijn (Berlin, 1992).

Bankconvenanten kunnen volgens de literatuur onderverdeeld worden in positieve en negatieve convenanten. In de positieve convenanten (Carey, 1993) worden clausules



opgenomen waaraan de geldlener zich dient te houden. Dit kunnen bijvoorbeeld bepaalde ratio's zijn. Onderstaand worden enkele voorbeelden gegeven van deze ratio's (Elliott, B. & Elliott, J., 2011, p. 707- 721; Vries de, K., & Wijn, M., 2009):

- De *leverage ratio* geeft aan hoeveel procent van het balanstotaal uit vreemd vermogen mag bestaan. Een hoog leverage wil zeggen dat een relatief groot gedeelte van de balans gefinancierd is met vreemd vermogen. Hoe hoger de leverage ratio, hoe lager de solvabiliteit van een organisatie en hoe hoger het risico voor verstrekkers van vermogen. Voorbeelden van deze ratio zijn de debt ratio en debt-to-equity ratio.
- De *Debt Service Coverage ratio* beschrijft de betalingscapaciteit van een organisatie in verhouding tot de financiële verplichtingen. De betalingscapaciteit houdt in de vrije geldstroom binnen de onderneming. De financiële verplichtingen betreffen het totaal aan rente en aflossingen. Financiële instellingen vereisen vaak een convenant dat gelijk aan of groter is dan 1.20x. Dat wil zeggen dat voor elke €1 schuld, de organisatie €1.20 aan liquide middelen heeft om de schuld te onderhouden.
- De *solvabiliteitsratio* geeft de verhouding weer tussen het eigen vermogen van een onderneming en het totale vermogen.
- De *debt ratio* geeft de verhouding weer tussen het vreemd vermogen van een onderneming en het totale vermogen.
- De *minimum net worth ratio* is een clause waarbij de bank een minimum eis stelt aan de hoogte van de 'net worth' van de onderneming. Dit wordt gedefinieerd als het eigen vermogen minus het immateriële vaste activa. Deze clause wordt gebruikt als waarschuwingssignaal van achteruitgang van de prestaties van de organisatie.
- De *rentedekkingsgraad* geeft aan hoeveel maal een onderneming haar interestlasten verdient. Het is een maatstaf voor de mate waarin het bedrijfsresultaat van de organisatie kan terugvallen zonder in problemen te komen.
- De *loan-to-value ratio* geeft de maximale verhouding tussen de hoogte van de nog niet afgeloste hypothecaire lening en de actuele waarde van het pand gedurende de looptijd van de banklening.

In de negatieve convenanten (Begley, 1999) worden clauses opgenomen waarin staat wat de geldlener juist niet mag doen. Onderstaand worden enkele voorbeelden gegeven van deze bepalingen (Elliott B., & Elliott, J., 2011, p. 666 ;De Hooge Waerder, z.j.)

- Een *pari-passu* is een verklaring waarbij de kredietnemer belooft dat er geen activa als zekerheid voor de kredietverlening aan andere financiers zijn verstrekt.
- De *non-dividend verklaring* is een clause in een leningsovereenkomst die inhoudt dat zolang de bank nog een vordering op de kredietnemer heeft, de kredietnemer zonder schriftelijke toestemming van de bank, geen dividend of soortgelijke uitkeringen mag uitkeren.



Daarnaast is het mogelijk dat er nog overige clausules aan de bankconvenanten worden toegevoegd. Een voorbeeld hiervan is een *cross default* (Vries de, K., & Wijn, M., 2009). Deze clausule houdt in dat wanneer er een schending van een convenant plaats heeft gevonden, dit automatisch tot gevolg heeft dat ook de lening opeisbaar wordt. Hierdoor kan een domino-effect optreden; alle financieringen met een cross default clausule worden onmiddellijk opeisbaar.

3.2.2 Gevolgen van het niet nakomen van bankconvenanten

Uit het onderzoek van de NBA (2013) blijkt dat bij 5% van alle organisaties die per 1 juli 2012 genoteerd waren aan een van de drie hoofdindices (AEX, AMX en AsCX) van de Euronext Amsterdam sprake is van het niet langer kunnen voldoen aan de bankconvenanten. Het schenden van bankconvenanten kan grote gevolgen hebben voor een organisatie. Wanneer een organisatie niet meer aan een bankconvenant kan voldoen, is de onderneming verplicht dit aan de bank te rapporteren. De bank zal vervolgens beoordelen of de situatie heronderhandeling toelaat. Indien de bank voortzetting van de lening mogelijk acht, wordt er een zogenoemde *waiver* verstrekt (Elliott, B., & Elliott, J., 2011, p. 747 – 749). Door het verstrekken van een waiver wordt een schending technisch tenietgedaan. Echter worden voor de waiver wel kosten verrekend. Indien de bank geen voortzetting van de lening mogelijk acht, wordt er overgegaan tot opeising van de lening. Dit kan door een cross default clausule.

In het geval van een beursgenoteerde organisatie, dient de organisatie de schending van de convenanten te melden aan de beurs door middel van een persbericht. Dit kan negatieve gevolgen met zich meebrengen. Uit bestaande literatuur (Menon en Williams, 2010) blijkt dat investeerders negatief reageren wanneer een organisatie een melding maakt over het schenden van bankconvenanten. Dit kan een dalende vraag van investeerders en dalende beurskoers tot gevolg hebben.

Natuurlijk wil elke organisatie een dalende vraag van investeerders en een dalende beurskoers voorkomen. Helaas heeft een organisatie dit niet altijd in de hand. Er zijn echter wel creatieve manieren om de schade van de bankconvenant schending te beperken. Hieruit zijn diverse theorieën en hypothesen ontwikkeld. Watts en Zimmerman (1978) hebben een drietal hypothesen ontwikkeld die worden gebruikt om uitleg te geven waarom een onderneming kiest voor een bepaalde manier van verslaggeving. *De debt covenant hypothese* voorspelt, hoe dichter een organisatie bij het schenden van de bankconvenanten is, hoe groter de kans is dat de manager zal kiezen voor een verslaggevingsmethode van winstoptimalisatie in de betreffende periode. Dergelijke verslaggeving kan het inzicht in de werkelijke (negatieve) financiële stand van zaken verhullen voor externe belanghebbenden die een informatieachterstand hebben ten opzichte van de financiële manager. De twee overige hypothesen zijn niet relevant voor dit onderzoek.

Daarnaast is er nog een verslaggevingsvorm die regelmatig voorkomt bij het schenden van convenanten, namelijk *Big Bath accounting* (Arthur Levitt, 1998). Deze vorm van accounting wordt voornamelijk gebruikt in hele slechte periodes. Big Bath accounting



houdt in dat als er in een periode verlies wordt gemaakt, er meteen meer kosten worden genomen. Het doel hiervan is om vervolgens in de volgende periode met een schone lei te beginnen. Het mogelijke gevolg hiervan is dat investeerder het eenmalige verlies door de vingers ziet en zich focust op de toekomst. Hoewel big bath accounting niet te verwachten is in een jaar waarin organisaties worstelen met het wel/niet nakomen van bankconvenanten, kan het verschuiven van kosten over boekjaren heen wel degelijk het beeld van de stand van zaken beïnvloeden en externe belanghebbenden onjuist informeren.

3.3 De belanghebbenden en de informatiebehoefte

Het tweede gedeelte van het theoretisch kader behandelt de informatiebehoefte van de belanghebbenden. Allereerst zal aandacht worden besteed aan de belanghebbenden.

Wie zijn de belanghebbenden? Vervolgens zal er gekeken worden naar de informatiebehoefte van deze belanghebbenden. Tot slot zal in deze paragraaf het spanningsveld tussen de belanghebbenden worden beschreven.

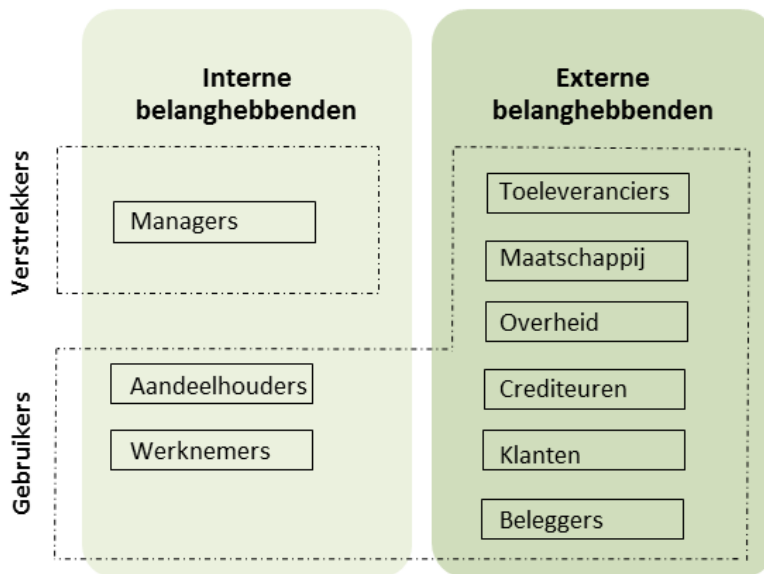
3.3.1 De belanghebbenden

In de inleiding van dit onderzoek is naar voren gekomen dat dit onderzoek gericht is op vastgoedfondsen. Een vastgoedfonds is een beleggingsinstelling die het geld van de deelnemers belegt in onroerende zaken. Vastgoedfondsen worden normaliter grotendeels gefinancierd met een hypothecaire lening waarin aanvullende voorwaarden worden vastgelegd ten aanzien van de financiële stand van zaken bij de onderneming (in casu het bankconvenant).

Wanneer een bankconvenant geschonden wordt, wordt dit normaliter vermeld in de jaarrekening. De jaarrekening heeft drie functies. Allereerst geeft de jaarrekening een presentatie van de winst. Ten tweede legt de directie in de jaarrekening verantwoording af over het gevoerde beleid. Tot slot geeft de jaarrekening informatie over de gang van zaken in de onderneming aan de vermogensverschaffers.

De informatie uit de jaarrekening wordt, zoals de naam al aangeeft, gebruikt door de gebruikers. Deze groep bestaat uit onder andere beleggers, klanten, werknemers, geldschietters, leveranciers, afnemers, maatschappelijke organisaties en overheden. Dit zijn tevens ook de belanghebbenden. De belanghebbenden kunnen zowel interne als externe belanghebbenden zijn. Interne belanghebbenden zijn de belanghebbenden die zich binnen de organisatie bevinden. Externe belanghebbenden zijn, zoals de naam al zegt, alle belanghebbenden van buitenaf. Figuur 1 illustreert de verschillende belanghebbenden.





FIGUUR 1. OVERZICHT VAN BELANGHEBBENDEN

3.3.2 De informatiebehoefte van de belanghebbenden

De informatiebehoefte van de belanghebbenden is wisselend. Dat is ook logisch, want elk type belanghebbende heeft een ander belang bij de organisatie. In deze subparagraaf zal onderscheid worden gemaakt tussen de informatiebehoefte van de managers en de informatiebehoeften van de externe belanghebbenden, werknemers en aandeelhouders.

De managers

De managers van een organisatie hebben continuïteit van de entiteit hoog in hun vaandel staan. Hiervoor hebben zij de externe belanghebbenden, de werknemers en de aandeelhouders nodig. Wanneer deze groep van belanghebbenden afhaakt, zal de continuïteit van de organisatie in gevaar komen. Daarnaast worden managers beoordeeld op de rentabiliteit van de organisaties en zullen zij in goede tijden hogere beloningen krijgen. De managers zullen daarom alles eraan doen om het toekomstbeeld van de organisatie zo positief mogelijk weer te geven (Dichev & Skinner, 2000). Dit houdt in dat de positieve resultaten worden benadrukt en de negatieve resultaten achterwege worden gelaten.

Externe belanghebbenden, werknemers en aandeelhouders

In tegenstelling tot de managers, willen de externe belanghebbenden, werknemers en aandeelhouders (ook wel de gebruikers) zo veel mogelijk inzicht hebben in de financiële ruimte en de mate waarin de onderneming in staat is/zal zijn haar strategische doelstellingen te realiseren. Zij willen zekerheid voor de toekomst. De belanghebbenden hebben direct of indirect een belang in de organisatie. Dit kan door arbeid, kapitaal of goederen zijn. In ruil voor dit belang willen zij iets terug. In de meeste gevallen is dit in



de vorm van geld. Wanneer een organisatie een zwakke financiële positie heeft wordt de kans dat zij salaris, dividend of betalingen krijgen kleiner. Om dit te voorkomen willen de gebruikers inzicht in de financiële positie. Zo kunnen zij op een goed geïnformeerde manier beslissingen nemen. Een voorbeeld hiervan is het nemen van buy, hold, or sell beslissingen van aandeelhouders.

Volgens het themaonderzoek bankconvenanten van de AFM (2015) blijkt dat er te weinig gerapporteerd wordt over bankconvenanten. Het gevolg hiervan is dat de belanghebbenden niet altijd voldoende inzicht hebben in de financiële ruimte van organisaties. Tevens hebben zij ook geen inzicht in de gevolgen van het breken van convenanten.

Volgens de risicoanalyse van het themaonderzoek van het AFM hebben de belanghebbenden meer behoefte aan informatie over bankconvenanten. De informatiebehoefte van deze gebruikers is onder te verdelen in drie onderdelen:

- de afgesproken bankconvenanten, de ratio's en de realisatie;
- de berekeningswijze van de bankconvenanten;
- de mogelijke gevolgen voor de organisatie bij schending van de convenanten.

De managers van een organisatie hebben belang bij een zo goed mogelijke presentatie van de onderneming, terwijl de gebruikers van de jaarrekening een betrouwbaar beeld willen van de organisatie. De managers van een organisatie willen enerzijds het vertrouwen winnen van de belanghebbenden door betrouwbare cijfers te publiceren. Anderzijds willen zij de belanghebbenden niet afschrikken met slechte resultaten. Het spanningsveld tussen deze twee partijen wordt ook wel de *agency theorie* of de *principaal-agenttheorie* genoemd. Jensen en Meckling (1976) definiëren deze theorie als de tegengestelde belangen van de aandeelhouders (principaal) en de managers (agent).

3.4 De rapportageregels voor bankconvenanten

In de voorgaande paragraaf is naar voren gekomen dat de gebruikers en verstrekkers van de jaarrekeningen tegenstrijdige informatiebehoeftes kunnen hebben ten aanzien van de knellende bankconvenanten. In dergelijke gevallen is de verwachting dat de gebruikers transparantie in de jaarrekeningen willen. Dit terwijl de verstrekkers van deze informatie belang kunnen hebben bij het beperken van negatieve informatie, waardoor de verantwoording minder transparant wordt. Om tussen deze behoeftes een balans te vinden zijn rapportageregels opgesteld. In deze paragraaf komen achtereenvolgens het Burgerlijk Wetboek, Richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) en International Financial Reporting Standards (IFRS) aan bod. Verder zal worden besproken hoe de controlestandaarden en de controleverklaring van de accountant informatie verschaffen aan gebruikers van een financiële verantwoording.

3.4.1 Burgerlijk Wetboek

Op grond van artikel 2:360 lid 1 en artikel 2:391 van het Burgerlijk Wetboek is een organisatie in Nederland wettelijk verplicht, verantwoording af te leggen over de



behaalde resultaten in het afgelopen boekjaar, door publicatie van een jaarrekening en een jaarverslag. Op grond van artikel 2:391 BW bestaat het jaarverslag uit een volledige analyse van de bezittingen en de schulden op de balansdatum, de ontwikkelingen gedurende het boekjaar en de resultaten. Daarnaast stelt artikel 2:391 BW dat het jaarverslag een beschrijving moet geven van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee de organisatie wordt geconfronteerd.

3.4.2 Richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ)

De Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) is een adviesorgaan dat is opgericht om de kwaliteit van externe verslaggeving van organisaties in Nederland te verbeteren. De Richtlijnen van de RJ zijn (met uitzondering van RJ 400 en enkele andere bepalingen) niet van toepassing op de geconsolideerde jaarrekeningen van beursgenoteerde organisaties. Zij dienen de IFRS toe te passen. Dit zal in de volgende paragraaf toegelicht worden. Hoewel deze richtlijn niet geldt voor mijn onderzoekspopulatie, zal er wel (kort) aandacht worden besteed aan deze richtlijn. De RJ geeft namelijk een specifiekere invulling aan de toelichtingsvereisten van bankconvenanten.

RJ 170 betreft de richtlijnen voor discontinuïteit en ernstige onzekerheid over de continuïteit. RJ 170 geeft een aantal voorbeelden van gebeurtenissen en/of omstandigheden die mogelijk onzekerheid geven over de continuïteit van een organisatie. Eén van deze voorbeelden is het niet langer kunnen voldoen aan de bankconvenanten. Op basis van RJ 400 dient bij ernstige onzekerheid ook een toelichting in het directieverslag te worden opgenomen. RJ 254 betreft de richtlijnen voor schulden. Wanneer bepaalde balansverhoudingen of andere ratio's worden overschreden, kan op grond van artikel 254.408 een langlopende schuld direct of op kort termijn opeisbaar worden

3.4.3 International Financial Reporting Standards (IFRS)

In de voorafgaande paragraaf is naar voren gekomen dat beursgenoteerde ondernemingen de IFRS richtlijnen dienen toe te passen. De internationale standaard met betrekking tot het opstellen van de jaarrekening is vastgelegd in de International Accounting Standards (IAS) 1.

Volgens IAS 1 bestaat een jaarrekening uit een balans, een winst- en verliesrekening, een mutatieoverzicht van het eigen vermogen, een kasstroomoverzicht en een toelichting. Dit betreft een overzicht van de belangrijke gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen. Daarnaast stelt IAS 1 dat een jaarrekening opgesteld moet worden in de veronderstelling dat de continuïteit van de entiteit gewaarborgd is, tenzij het management zijn activiteiten wil stopzetten. Verder stelt IAS 1 dat als het management van een organisatie bewust is van onzekerheden, die verband houden met gebeurtenissen of omstandigheden die aanzienlijke twijfel doen rijzen over het vermogen van de organisatie om haar bedrijfsactiviteiten voort te zetten, moeten de onzekerheden vermeld worden in de jaarrekening. Tot slot stelt IAS 1 dat het management van de organisatie rekening moet houden met alle informatie die voor de



toekomst beschikbaar is. Dit betreft een periode van ten minste twaalf maanden vanaf de balansdatum.

Zoals reeds in paragraaf 3.4.2 te lezen viel, kan een lening door een cross default clause direct opgeëist worden wanneer de bank geen voortzetting van de lening mogelijk acht. Op grond van IAS 1.74 dient de lening dan als kortlopende lening gepresenteerd te worden. Een kortlopende lening wil zeggen dat deze binnen twaalf maanden na het afsluiten van het boekjaar opeisbaar is.

3.4.4 Controlestandaarden en controleverklaring van de accountant

Op grond van artikel 2:293 lid 1 BW moeten jaarrekeningen van organisaties onderworpen worden aan een verplichte controleverklaring. De controleverklaring is een verklaring die een accountant afgeeft na de uitvoering van een controle van een financiële verantwoording. De accountant controleert of de jaarrekening die het bestuur heeft opgesteld, een correcte weergave is van de financiële situatie van de organisatie gegeven de van toepassing zijnde verslaggevingsstandaarden. Bij de controleverklaring is de continuïteitsveronderstelling van cruciaal belang.

De wetgever en de NBA (Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants) stellen gedrags- en beroepsregels vast voor alle accountants. Deze regelgeving is opgenomen in de Handleiding Regelgeving Accountancy (HRA). HRA Standaard 570, ook wel genoemd NV COS 570, behandelt de verantwoordelijkheden van de accountant ten aanzien van de continuïteitsveronderstelling van een organisatie. Bij deze standaard wil de accountant voldoende informatie verkrijgen van de gehanteerde continuïteitsveronderstelling bij het opstellen van de financiële overzichten.

Alinea 2 van de NV COS 570 beschrijft diverse voorbeelden van gebeurtenissen of omstandigheden die een onzekerheid geven over de continuïteit van de organisatie. Eén van deze voorbeelden is het niet in staat zijn om de voorwaarden van de lening overeenkomsten, ook wel bankconvenanten, na te leven. In een situatie van onzekerheid dient de accountant volgens NV COS 570 vast te stellen of de jaarrekening op een adequate wijze deze onzekerheid beschrijft. In deze situatie heeft de accountant twee opties:

- In het eerste geval stelt de accountant vast dat de jaarrekening een adequate toelichting bevat. In dit geval zal de accountant een goedgekeurde controleverklaring afgeven. Echter dient de accountant aandacht te besteden in de toelichtende paragraaf over de onzekerheid van de organisatie onder verwijzing naar de toelichting van de jaarrekening.
- In het tweede geval stelt de accountant vast dat de jaarrekening geen adequate toelichting bevat. In dit geval dient de accountant een controleverklaring met een afkeurend oordeel af te geven.



3.4.5 Ontwikkelingen op het gebied van regelgeving

De controleverklaring is een begrip dat pas sinds kort wordt toegepast. Voorheen heette dit de accountantsverklaring. Deze verandering heeft plaatsgevonden naar aanleiding van de crisis van 2008. In de zoektocht naar schuldigen van deze crisis is de rol van de accountant onder vuur komen te liggen. Financiële instellingen die een goedgekeurde accountantsverklaring hadden, bleken een half jaar later om te kunnen vallen of moesten halsoverkop gered worden door de overheid (NBA, 2013, p. 15).

De internationale regelgever voor accountants, de International Auditing and Assurance Standard Board (IAASB) had meer behoefte aan een 'nieuw stijl' accountantsverklaring. Deze verklaring moet op drie punten worden verbeterd. Allereerst moet de accountant een oordeel geven over de verwachte continuïteit van de organisatie. Daarnaast moet de accountant aangeven of hij risico's ziet in verband met de continuïteit van de organisatie. Tot slot moet de accountant aandacht besteden aan zaken die belangrijk zijn voor een beter begrip van de jaarrekening. Dit is kort samengevat de accountantsverklaring 'nieuwe stijl' die per 2015 de controleverklaring wordt genoemd (NBA, 2013, p. 15).

Echter is de controleverklaring nog steeds niet volledig betrouwbaar. Een illustratief voorbeeld is de casus Royal Imtech. Imtech was één van de beursgenoteerde bedrijven die een uitgebreide controleverklaring heeft opgenomen in zijn jaarrekening. De accountant van Imtech, KPMG, heeft continuïteit als kernpunt van de controle genoemd. In de bijbehorende toelichting liet KPMG weten *"there remain no material uncertainties with respect to going concern"* (Imtech, 2015, p. 166). Vijf maanden na afgifte van de controleverklaring heeft Imtech faillissement aangevraagd.

3.5 Conclusie

In het voorgaande hoofdstuk, het theoretisch kader, zijn de eerste drie deelvragen beantwoord. In dit hoofdstuk komen de theorieën en ideeën met betrekking tot het onderzoek naar bankconvenanten aan bod. In dit hoofdstuk kwamen achtereenvolgens het begrip bankconvenanten, de informatiebehoefte van belanghebbenden en de wet- en regelgeving aan bod.

Een bankconvenant is een overeenkomst tussen een financiële instelling en de geldlener met aanvullende afspraken over de lening. Bankconvenanten zijn onder te verdelen in positieve – en negatieve bankconvenanten. In de positieve convenanten worden clausules opgenomen waaraan de geldlener zich dient te houden. Dit kunnen bijvoorbeeld bepaalde ratio's zijn. In de negatieve convenanten worden clausules opgenomen waarin staat wat de geldlener juist niet mag doen. Voorbeelden hiervan zijn pari-passu en non-dividend verklaring.

Volgens het themaonderzoek bankconvenanten van de AFM (2015) blijkt dat er te weinig gerapporteerd wordt over bankconvenanten. Het gevolg hiervan is dat de belanghebbenden niet altijd voldoende inzicht hebben in de financiële ruimte van organisaties. De belanghebbenden zijn onder te verdelen in interne (managers,



aandeelhouders en werknemers) en externe belanghebbenden (toeleveranciers, maatschappij, overheid, crediteuren, klanten en beleggers). De externe belanghebbenden, de aandeelhouders en werknemers (ook wel genoemd de gebruikers) willen meer informatie over (1) de afgesproken bankconvenanten, (2) de berekeningswijze van de bankconvenanten en (3) de mogelijke gevolgen voor de organisatie bij schending van de convenanten. De informatiebehoefte van de managers en de gebruikers zijn tegenstrijdig. De managers van een organisatie hebben belang bij een zo goed mogelijke presentatie van de onderneming, terwijl de gebruikers van de jaarrekening een betrouwbaar beeld willen van de organisatie waarvan zij belanghebbenden zijn.

Om tussen deze behoeftes een balans te vinden zijn in het burgerlijk wetboek, de RJ en de IFRS rapportageregels vastgesteld. Hierin staan enkel concrete regels voor schending van bankconvenanten bij discontinuïteit. Dat geeft ruimte in de rapportage over bankconvenanten. Het inzicht voor de gebruikers komt bij deze rapportageregels niet ten goede.



4. De resultaten van het onderzoek

4.1 Inleiding

In het voorgaande hoofdstuk is door middel van een literatuurstudie inzicht verkregen in de theoretische concepten van dit onderzoek. De volgende stap is de verkregen informatie toe te passen op het onderzoek. In dit hoofdstuk staan de uitkomsten van het onderzoek centraal. In de eerste paragraaf wordt beschreven in welke mate bankconvenanten tot uiting komen in de jaarverslagen van vastgoedfondsen. Vervolgens wordt in de tweede paragraaf van dit hoofdstuk een praktijkvoorbeeld gegeven van het niet naleven van de informatieverstrekking over bankconvenanten. De onderzoeken zijn gebaseerd op een empirisch onderzoek en verschillende interviews.

4.2 Bankconvenanten in jaarverslagen

Solutional wil inzicht krijgen in de kwaliteit van de jaarrekeningen van vastgoedfondsen met betrekking tot de toelichting op de bankconvenanten. Dit inzicht is verkregen door een empirisch onderzoek. In deze paragraaf komen de resultaten van het empirisch onderzoek aan bod. Voor dit onderzoek is een steekproef genomen van acht vastgoedfondsen. De jaarrekeningen van deze vastgoedfondsen van het jaar 2014 zijn getoetst op basis van een vragenlijst. Een overzicht van de betreffende vastgoedfondsen en de vragenlijst is terug te vinden in bijlage 2 van dit onderzoek. Daarnaast worden in deze paragraaf de resultaten van het empirisch onderzoek onderbouwd met de meningen van twee accountants werkzaam bij een big four accountantskantoor.

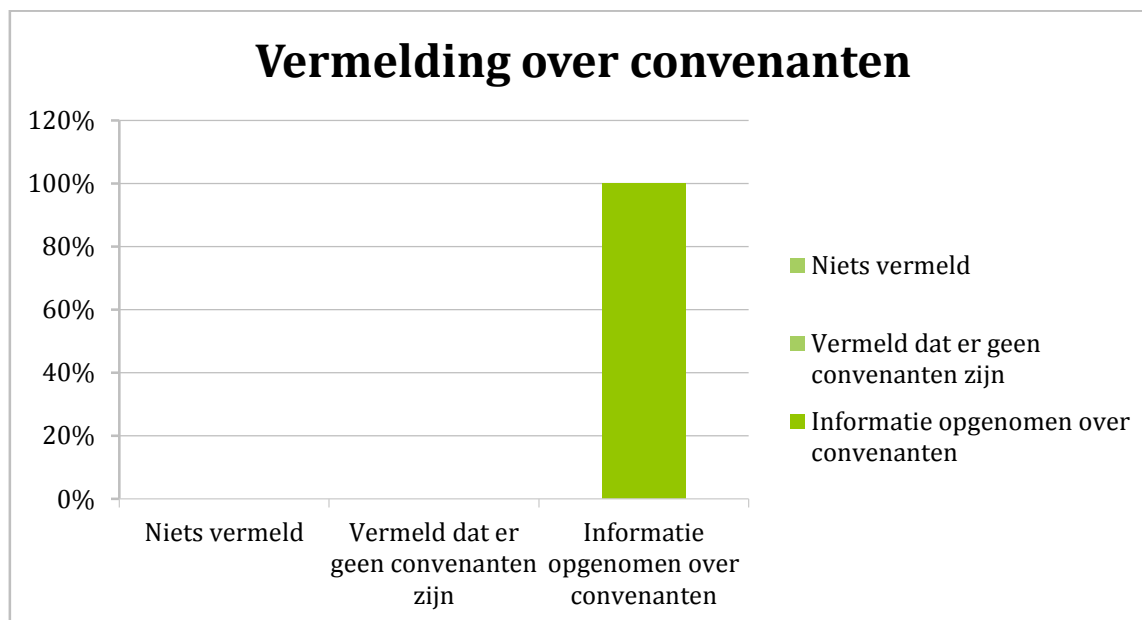
4.2.1 Vermelding over convenanten

Allereerst is gekeken of vastgoedfondsen überhaupt rapporteren over bankconvenanten. Figuur 2 laat zien dat 100% van de onderzochte vastgoedfondsen rapporteren over bankconvenanten. Nader in deze paragraaf zal meer toelichting worden gegeven over de inhoud van de rapportage over bankconvenanten.

Volgens accountant A is het cruciaal om te rapporteren over bankconvenanten in het jaarverslag. Bankconvenanten zeggen namelijk iets over de continuïteit van een organisatie. In aanvulling tot accountant A, geeft accountant B aan dat beleggers recht hebben op inzicht in de organisatie. Zij horen te weten waar de risico's van de organisatie zitten. Een kleine waardedaling in de convenanten kan, volgens accountant B, grote gevolgen hebben voor de organisatie. Volgens accountant A is de rol van een accountant om zo transparant mogelijk te zijn over de gegevens van een organisatie. Echter is dit niet altijd mogelijk. Een accountant kan de klant namelijk niet dwingen om iets op te nemen over bankconvenanten. Dit komt omdat het toelichten van bankconvenanten niet is voorgeschreven in de IFRS. Volgens accountant A moet een accountant er alles aan doen om iets over bankconvenanten te laten op nemen. Dit kan door middel van een regel in de jaarrekening op te nemen met 'bankconvenanten zijn ultimo boekjaar behaald'. In het beste geval worden de convenanten toegelicht. Volgens



accountant A heeft er de afgelopen jaren wel veranderingen plaats gevonden met betrekking tot het rapporteren over bankconvenanten. De toelichting wordt namelijk steeds uitgebreider en transparanter. De afgesproken convenanten, de ratio's en de realisatie zijn steeds vaker terug te vinden in het jaarverslag. Echter vindt accountant A dit nog steeds te beknopt. In deze paragraaf zal verder worden ingegaan op de gewenste toelichting op de convenanten.



FIGUUR 2. INFORMATIE OVER CONVENANTEN

4.2.2 Plaats van vermelding

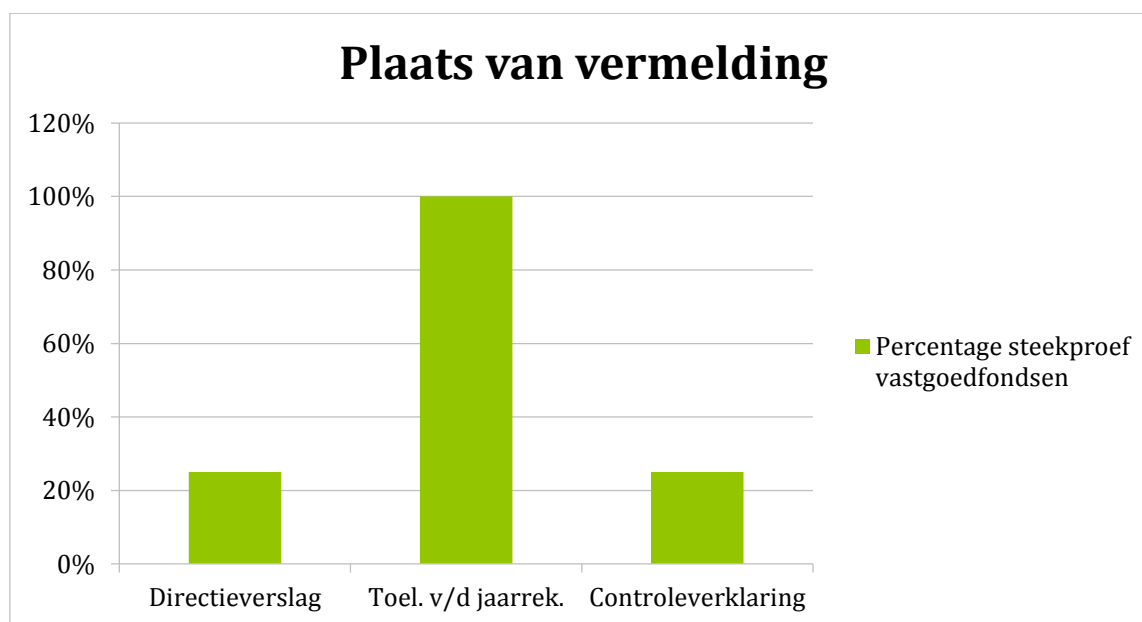
Vervolgens is gekeken naar de plaats van de vermelding van de bankconvenanten. Hiermee wordt bedoeld de mate waarin bankconvenanten terug komen in het directieverslag, de toelichting van de jaarrekening en de controleverklaring.

In figuur 3 is te zien dat 25% van de onderzochte vastgoedfondsen rapporteert over bankconvenanten in het directieverslag. Verder is in figuur 3 te zien dat alle onderzochte vastgoedfondsen rapporteren over bankconvenanten in de toelichting van de jaarrekening. Tot slot is in figuur 3 te zien dat 25% van de accountants van de onderzochte vastgoedfondsen rapporteren over bankconvenanten in de controleverklaring.

Volgens accountant A moet zowel in het directieverslag als in de jaarrekening gerapporteerd worden over bankconvenanten. Het directieverslag geeft een kwalitatieve toelichting op de convenanten en de jaarrekening geeft een kwantitatieve toelichting op de convenanten. Echter moeten deze toelichtingen wel in lijn zijn met elkaar. Daarnaast dienen bankconvenanten terug te komen in de 'key audit matters' van de controleverklaring. Aangezien vastgoedfondsen veel financieringen hebben is het zeker voor hen van belang om bankconvenanten op te nemen in de controleverklaring.



Vastgoedfonds NSI is het enige fonds uit de onderzoekspopulatie die rapporteert over bankconvenanten in alle drie de onderdelen van het jaarverslag. In het directieverslag worden de specifieke afspraken met de bank beschreven. Eén van deze afspraken is dat NSI periodiek de status van de convenanten aan haar financiële instelling rapporteert. In de toelichting van de jaarrekening komt naar voren welke convenanten NSI heeft met haar financiële instelling. Ook komen in dit gedeelte van de jaarrekening de risico's van de convenanten aan bod. Tot slot wordt in de controleverklaring de convenanten als onderbouwing van de continuïteit van de organisatie gebruikt.



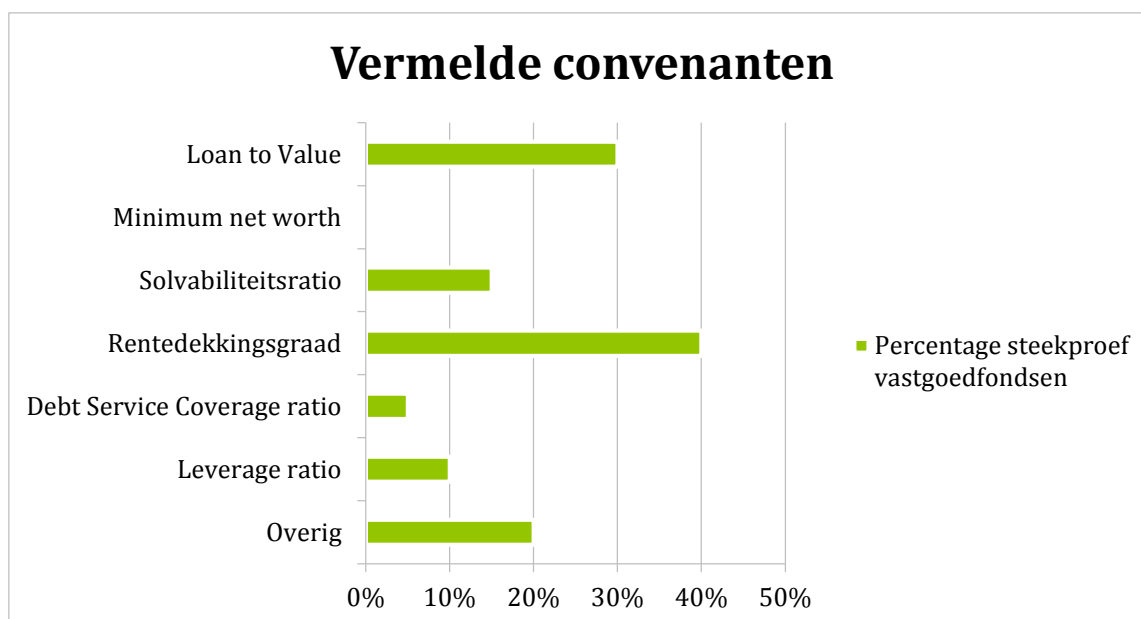
FIGUUR 3. PLAATS VAN VERMELDING

4.2.3 De vermelde convenanten

Verder is onderzocht welke convenanten worden vermeld in de jaarrekeningen van de onderzochte vastgoedfondsen. Figuur 4 geeft een overzicht van de vermelde ratio's in de onderzochte jaarrekeningen. De meest voorkomende ratio is de rentedekkingsgraad (40%) en de loan to value (30%). Onder overige convenanten vallen onder andere de beleningsgraad en de secured debt ratio. In paragraaf 3.1 van deze scriptie zijn de vermelde convenanten toegelicht.

Accountant A trekt de vermelde convenanten altijd één op één met de financieringsovereenkomst. Wanneer een organisatie twee convenanten heeft, moeten deze allebei worden vermeld in de jaarrekening. Volgens accountant A zijn dit meestal twee of drie convenanten. Accountant A geeft aan dat dit in de meeste gevallen gaat om de loan-to-value ratio en de rentedekkingsgraad. Daarnaast is de leverage ratio ook een belangrijk covenant. Verder vindt accountant A het belangrijk om de solvabiliteitsratio op te nemen in het directieverslag.





FIGUUR 4. VERMELDE CONVENANTEN

4.2.4 De informatiebehoefte van belanghebbenden

Zoals reeds in paragraaf 3.4.2 te lezen viel, hebben de belanghebbenden van een organisatie meer behoefte aan informatie over bankconvenanten. Volgens het themaonderzoek van de AFM hebben de belanghebbenden meer behoefte aan: (1) de afgesproken bankconvenanten, de ratio's en de realisatie; (2) de berekeningswijze van de bankconvenanten; en (3) de mogelijke gevolgen voor de organisatie bij schending van de convenanten. De geselecteerde vastgoedfondsen zijn op basis van deze behoefte getoetst. Daarnaast worden de geselecteerde vastgoedfondsen ook getoetst of zij de berekening van de convenanten geven en/of zij de uitkomsten van de convenanten over de afgelopen drie jaar tonen. Figuur 8 illustreert de uitkomsten van het onderzoek.

De afgesproken convenanten, ratio's en de realisatie

Allereerst is in figuur 8 te zien dat 88% van de onderzochte vastgoedfondsen rapporteert over de afgesproken convenanten, de ratio's en de realisatie hiervan. Vastgoedfonds Eurocommercial Properties N.V. voldoet hier niet aan. Zij vermelden in de toelichting van de jaarrekening wel welke afgesproken bankconvenanten zij hebben, maar niet de afgesproken minimumeis van de convenanten. Dit is van belang voor de gebruiker om te kunnen controleren of de organisatie aan de convenanten voldoet.

Volgens accountant A is het opnemen van de afgesproken convenanten, ratio's en de realisatie hiervan het minimum wat moet worden opgenomen van bankconvenanten. Accountant A geeft aan dat zij altijd streeft naar een overzicht van de convenanten, de criteria van de banken en de resultaten van de organisatie.

Figuur 5 geeft een illustratie van een good practice van de afgesproken convenanten, ratio's en de realisatie. Uit de figuur is af te lezen dat WereldHave vier convenanten heeft. Tevens is in de figuur af te lezen dat WereldHave aan alle convenanten ruimschoots voldoet.



DEBT PROFILE		
	2014	Covenant
LTV	35.4%	≤ 60%
Solvency ratio	58.1%	≥ 40%
ICR	5.8x	≥ 2.0x
Secured	2.1%	≤ 40%

FIGUUR 5. GOOD PRACTICE: DE AFGESPROKEN CONVENANTEN, RATIO'S EN DE REALISATIE (WERELDHAVE JAARREKENING: PAGINA 57)

Echter is de illustratie hierboven nog niet helemaal compleet. Volgens accountant B moeten de afgesproken convenanten opgesplitst worden per lening. Vaak hebben organisaties meerdere leningen en geven zij alleen de gemiddelde realisatie van de convenanten. Dit kan als gevolg hebben dat de realisatie van de convenanten minder betrouwbaar is. Zo kan het bijvoorbeeld zijn dat de lening van bank X ruimschoots voldoet aan de convenanten, terwijl de lening van bank Y niet voldoet aan de convenanten. "Helaas komt deze toelichting van convenanten zelden voor", aldus accountant B.

De berekening van de convenanten

Ten tweede laat figuur 8 zien dat 13% van de onderzochte vastgoedfondsen een berekening geven van de vermelde ratio's in het jaarverslag. Bij het themaonderzoek van de AFM was dit 25%.

Volgens accountant A is een berekening van de convenanten niet altijd nodig. Veel ratio's zijn concreet. Hiervan is de formule bekend. Als rol van accountant is dit heel makkelijk te toetsen. Echter zijn sommige convenanten een stuk complexer. Deze convenanten zijn niet zo maar zelf te maken. In dit geval is het wel gewenst om een berekening op te nemen. Figuur 6 geeft een good practice van de berekeningswijze van bankconvenanten.

The calculation of the debt to equity is as follows:		
Debt to equity ratio	30-06-15 €'000	30-06-14 €'000
Net borrowings	991,089	1,087,864
Shareholders' equity	1,658,246	1,386,632
Derivative financial instruments	131,723	132,379
Deferred tax assets and liabilities	69,369	35,995
Adjusted net equity	1,859,338	1,555,006
Debt to equity ratio	0.53	0.70
All bank covenants are monitored at regular intervals. During the period the Company complied with its banking covenants. The most frequent agreed covenants in the loan agreements are: net debt to adjusted equity, loan to value and interest cover ratio.		

FIGUUR 6. GOOD PRACTICE: DE VERMELDE CONVENANTEN (EUROCOMMERCIAL PROPERTIES JAARREKENING: PAGINA 107)



De mogelijke gevolgen van schending

Verder is in figuur 8 te zien dat de helft van de onderzochte vastgoedfondsen de mogelijke gevolgen van schending van de bankconvenanten analyseren. Bij het themaonderzoek van de AFM was dit 25%. In paragraaf 3.2.2 is naar voren gekomen dat schulden direct opeisbaar kunnen worden indien bankconvenanten geschonden worden. Het is daarom voor belanghebbenden van belang dat organisaties transparant zijn over de gevolgen hiervan.

Volgens accountant A zijn de gevolgen van schending belangrijke informatie voor het directieverslag. Echter komt dit zelden voor. Dit komt doordat hier geen richtlijnen voor zijn. Desondanks vinden zowel accountant A als B de gevolgen van schending van bankconvenanten cruciale informatie voor de jaarrekening.

Eén van de onderzochte vastgoedfondsen, VastNed, heeft in de jaarrekening een uitgebreide financiële risico paragraaf opgenomen. De financiële risico paragraaf is onder verdeeld in verschillende financiële risico's. Uit de jaarrekening van VastNed blijkt dat het doorbreken van de afgesproken bankconvenanten behoort tot de (her)financieringsrisico's. Figuur 7 geeft een illustratie van de uitwerking van het (her)financieringsrisico. In de figuur is te zien dat het doorbreken van de convenanten kan leiden tot onvoldoende financieringsruimte voor investeringen, gedwongen verkoop van vastgoed, hogere financieringskosten, reputatieschade en lager direct en indirect resultaat. Tevens is in figuur 7 te zien dat VastNed diverse beheersingsmaatregelen heeft voor het (her)financieringsrisico. Eén van deze beheersingsmaatregelen is interne monitoring op basis van interne periodieke financiële rapportages. In deze rapportages worden onder andere financieringsratio's en de ontwikkelingen van de bankconvenanten opgenomen.

FINANCIËLE RISICO'S:	Beheersingsmaatregelen:
(Her)financieringsrisico: Risico dat onvoldoende of tegen ongunstige condities eigen en (lang) vreemd vermogen kan worden aangetrokken, of dat afgesproken bankconvenanten worden doorbroken. Potentiële impact: • Onvoldoende financieringsruimte voor investeringen; • Gedwongen verkoop van vastgoed; • Hogere financieringskosten; • Reputatieschade, en; • Lager direct en indirect resultaat.	• Regelmatige contacten met (potentiële) aandeelhouders en vreemd vermogen verschaffers door middel van roadshows; • Transparante financiële verslaggeving en analistenbijeenkomsten; • Beperken van de financiering met vreemd vermogen tot maximaal 50% van de marktwaarde van het vastgoed. Streven naar een loan-to-value-ratio van 40-45%. Eind 2014 bedroeg dit percentage 40,3%; • Beperken van het aandeel van kortlopende leningen tot maximaal 25% van de leningenportefeuille. Eind 2014 bedroeg dit percentage 2,8%; • Er wordt gestreefd naar spreiding van de financieringen over verschillende banken en andere financieringsbronnen, zoals private placement bonds. Er werd gestreefd om het aandeel van niet-bancaire financieringen te verhogen naar 25%. Eind 2014 bedroeg dit percentage 49,4% van de rentedragende leningen. • Er wordt gestreefd naar een evenwichtige spreiding van herfinancieringsdata (zie tabel pagina 82); • Uitgangspunt is dat de gewogen gemiddelde looptijd van de langlopende leningenportefeuille ten minste drie jaar bedraagt. Eind 2014 bedroeg deze looptijd 4,7 jaar; • Interne monitoring op basis van interne periodieke financiële rapportages, waarin zijn opgenomen: gevoeligheidsanalyses, financieringsratio's, ontwikkeling bankconvenanten en financieringsruimte en interne procedures zoals onder andere vastgelegd in het Treasurystatuut, en;

FIGUUR 7. GOOD PRACTICE: DE MOGELIJKE GEVOLGEN VAN SCHENDING. (VASTNED JAARREKENING: PAGINA 103)



De realisatie van de voorgaande jaren

Ook is in figuur 8 te zien dat geen van de onderzochte vastgoedfondsen de realisatie van de convenanten over een periode van drie jaar geven. Echter heeft ruim 60% van de onderzochte vastgoedfondsen gerapporteerd over de realisatie van twee jaar. Bij het AFM onderzoek bedroeg dit 50%.

De meningen over deze toelichting zijn verdeeld. Accountant A vindt een realisatie van drie jaar niet relevant. Dit is volgens de accountant ook geen relevante informatie voor de gebruikers van de jaarrekening. Accountant B ziet echter de voordelen van het vermelden van de realisatie van de afgelopen drie jaar wel in. Door dit te vermelden kunnen scenario's voor de toekomst worden gemaakt. Dit is tevens relevante informatie om te vermelden in het jaarverslag.

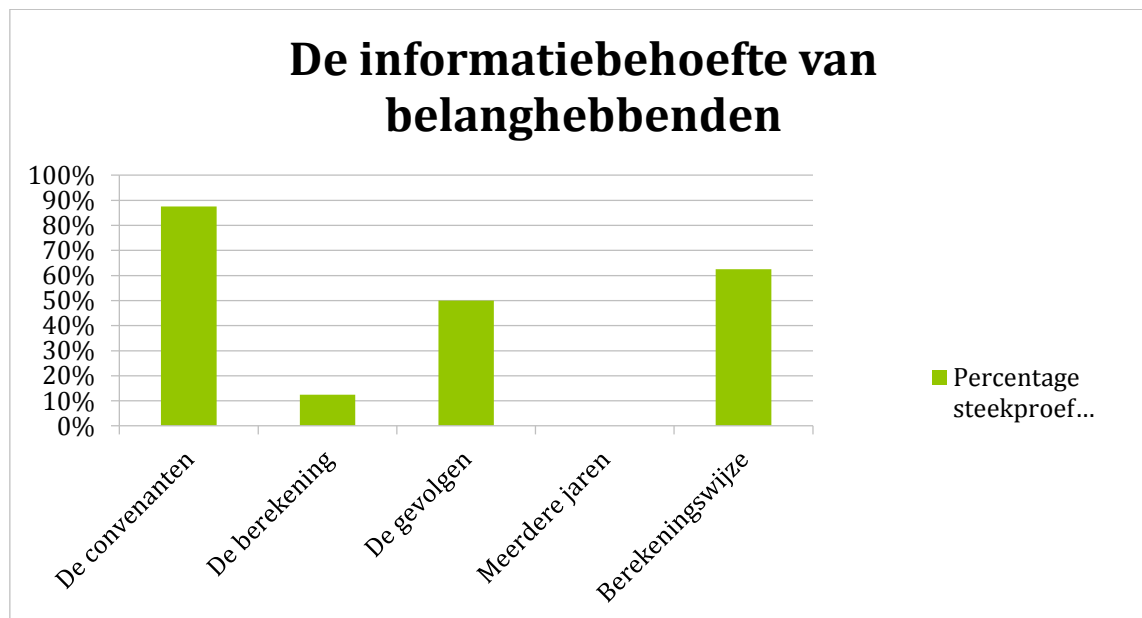
De berekeningswijze van de convenanten

Tot slot laat figuur 8 zien dat 63% van de onderzochte vastgoedfondsen de berekeningswijze van de convenanten laat zien. Bij het AFM onderzoek was dit 12,5%.

Net als bij de berekening van de convenanten, vindt accountant A dat dit opgenomen moet worden wanneer sprake is van complexe convenanten. Via deze weg kunnen de gebruikers zelf de ratio's berekenen.

Er zijn verschillende manieren om de berekeningswijze weer te geven. Unibail-Rodamco verwijst bij de betreffende convenanten middels een voetnoot naar de formule.

Eurocommercial Properties N.V. heeft de ratio's opgenomen in de woordenlijst van de jaarrekening met daarin de bijbehorende formules.



FIGUUR 8. DE INFORMATIEBEHOEFTE VAN BELANGHEBBENDEN

4.2.5 Mening van de auteur

In deze paragraaf is de informatiebehoefte van belanghebbenden getoetst door middel van een empirisch onderzoek. Acht vastgoedfondsen zijn onder de loep genomen. De



resultaten van dit onderzoek worden weergegeven in figuur 8. Naar mijn mening, wordt er te beperkt gerapporteerd over bankconvenanten in de vastgoedsector. De volgende aspecten zijn onderzocht en zijn bepalend voor mijn mening:

- Allereerst is gekeken naar de mate waarin de afgesproken convenanten, de ratio's en de relatie van de convenanten terugkomen in de jaarverslagen van de onderzochte vastgoedfondsen. Hieruit blijkt dat 88% van de onderzochte vastgoedfondsen dit vermelden in het jaarverslag. Ondanks dat, dit relatief gezien een hoog percentage is, is het naar mijn mening nog niet voldoende. Zoals accountant A al aan heeft gegeven, het vermelden van de afgesproken convenanten, de ratio's en de realisatie is het minimale wat een organisatie zou moeten rapporteren over bankconvenanten. Sterker nog, volgens accountant B, moeten de afgesproken convenanten onderverdeeld worden per lening. Dit komt niet naar voren in de jaarrekening.
- De volgende tweede behoeftes die zijn onderzocht in het empirisch onderzoek zijn de berekening en de berekeningswijze van de convenanten. Deze twee behoeftes lijken vrijwel op elkaar, alleen horen ze wel allebei in de toelichting. Voornamelijk bij complexere convenanten is het belangrijk dat de berekening en de berekeningswijze worden weergegeven in het jaarverslag. Op deze manier krijgt een simpel getal een betekenis.
- Verder is in dit onderzoek gekeken of de realisatie van de voorgaande drie jaren wordt vermeld in het jaarverslag. Dit komt bij geen van de onderzochte vastgoedfondsen voor. Het vermelden van voorgaande jaren is naar mijn mening belangrijk om een beeld voor de toekomst te schetsen.
- Tot slot is gekeken naar de mate waarin de gevolgen van schending van de bankconvenanten terug komen in het jaarverslag. Hieruit blijkt dat de helft van de onderzochte vastgoedfondsen dit vermeldt in het jaarverslag. Naar mijn mening is dit een belangrijk aspect om te vermelden in het jaarverslag. Het vermelden van de gevolgen van het schenden van de convenanten kan negatieve reacties oproepen bij de gebruikers. Echter kunnen de gevolgen worden onderbouwd met beheersmaatregelen, zoals in figuur 7. Naar mijn verwachting zal dit juist positief uitpakken ten opzichte van de gebruikers.

We gaan naar een transparante wereld toe. De gebruikers hebben via een bepaalde weg een belang bij de organisatie. Dit kan door arbeid of kapitaal. Zij verdienen in ruil daarvoor een betrouwbaar en transparant beeld van de organisatie.

4.3 Een praktijkvoorbeeld van bankconvenanten

De geselecteerde vastgoedfondsen voor het onderzoek zijn over het algemeen gezonde organisaties. In geen van de onderzochte vastgoedfondsen is sprake van schending van de convenanten. Maar stel dat dit wel het geval is? Wat gebeurt er dan? In deze paragraaf zal een praktijkvoorbeeld worden gegeven van een organisatie die niet voldeed aan zijn bankconvenanten en de gevolgen hiervan.



4.3.1 Royal Imtech

In het jaar 2015 is één van de grootste installatiebedrijven ten onder gegaan. In 2013 bereikte de organisatie de krantenkoppen met negatief nieuws over de bankconvenanten. De koers ging vanaf dat moment fors omlaag. In een kleine tien jaar tijd is de organisatie van beurslieveling naar faillissement gegaan. Dit is het verhaal van voormalig Royal Imtech N.V. In deze paragraaf zal voormalig group business controller van Imtech zijn ervaringen en meningen delen.

Uit de groeistrategie van Imtech voor de jaren 2008-2012 was niks te merken van een aankomend faillissement. Hoe kan het dan dat begin 2013 zo'n omvangrijke crisis bekend wordt? In 2013 werd bekend gemaakt dat Imtech fraude had gepleegd in Polen en later ook in Duitsland. Dit leidde tot een aaneenschakeling van belangrijke gebeurtenissen die in elk opzicht bij andere bedrijven als koersgevoelige informatie worden gezien. Voorbeelden hiervan zijn veranderingen in het management, onverwachte aandelenemissies, niet geplande persberichten en uiteindelijk tot het uitroepen van het faillissement. Volgens de voormalig group business controller van Imtech is een persbericht over fraude nadelig voor het winnen van lopende offertes en überhaupt kwalificeren voor het verkrijgen van nieuwe projecten. Het gevolg van de reuring was dat de voorfinanciering door klanten op normale opdrachten stopte en een andere liquiditeitsbehoefte veroorzaakte, dit leidde vervolgens tot verlaagde omzetprognose en aangekondigde kostenbesparingsmaatregelen. Deze aankondigingen werden door de markt direct vertaald in de lagere beurskoers.

"Imtech dreigt bankconvenanten te breken" luidde het krantenartikel op 7 november 2013 van het Algemeen Dagblad. Dit was niet het enige nieuwsblad dat hierover rapporteerde. In de artikelen wordt echter niet vermeld om welke convenanten het gaat. Om de liquiditeit te verbeteren werden in december 2013 aandelenemissies gedaan waarmee leningen werden afgelost en werd een waiver verkregen om niet aan de bankconvenanten te hoeven voldoen tot september 2015.

In het najaar van 2014 werd de verkoop van de ICT tak, de uitgave van een tweede claimemissie en verlenging van de waiver tot het eerste kwartaal van 2016 bekend gemaakt. Volgens de jaarrekening van 2014 zijn de rentelasten gedaald, maar door aanhoudend operationeel verlies en negatieve kasstroom heeft Imtech nog steeds problemen om aan de convenanten vanaf het eerste kwartaal van 2016 te voldoen.

Imtech is na het faillissement nog steeds een veel besproken onderwerp in het nieuws. Dit alles heeft te maken met een goedkeurende controleverklaring bij de jaarrekening van 2014 en publicatie van de eerste kwartaalcijfers in mei 2015 waaruit het management van continuïteit uitgaat. Hoe kan een accountant een jaarrekening in maart 2015 goedkeuren bij een organisatie die vijf maanden later failliet is? In paragraaf 3.5.5 is een citaat gegeven uit de controleverklaring van het jaarverslag van Imtech. In de controleverklaring worden de risico's voor de continuïteit van Imtech die door het management worden benoemd benadrukt. Een goedkeurende controleverklaring vereist voldoende inzicht over het voortbestaan van twaalf maanden na de bekendmaking van de jaarrekening en controleverklaring. Kennelijk is daarbij geconcludeerd dat het



management voor het belangrijkste risico voor continuïteit, de liquiditeit, voldoende realistische plannen of alternatieven had.

Volgens de voormalig group business controller van Imtech is het belangrijk om transparant te zijn over de resultaten en onzekerheden zoals in de jaarrekening van Imtech staan beschreven. Om van continuïteit uit te gaan moeten voldoende realistische plannen zijn om twaalf maanden te overleven. Voorbeelden hiervan zijn businessplannen waarin onzekerheden gemodelleerd worden in verschillende scenario's, alternatieven zoals het verkopen van onderdelen die liquiditeit opleveren en de intenties van banken om afspraken te kunnen herzien ingeval het onverhoopt tegenvalt. Een organisatie mag optimistisch zijn zonder blind te worden voor risico's. Bovendien hoeft een deel van deze overwegingen niet openbaar gemaakt te worden, zeker wanneer dit de uitvoering van de plannen zou schaden. Uit de voldoende interesse van kopers en snelle verkoop van de onderdelen na bekendmaking van het faillissement door de curator zou kunnen worden afgeleid dat er alternatieve plannen waren.

De voormalige group business controller van Imtech geeft aan dat organisaties gebruik kunnen maken van keuzemogelijkheden binnen de waarderingsgrondslagen om aan de gewenste ratio's te voldoen. Met het benutten van de keuzemogelijkheden in de verslaggeving stelsels is toegestaan zolang het binnen de convenanten valt en keuzes worden toegelicht in de jaarrekening. Banken hebben vaak geen regels voor de keuzemogelijkheden in de waarderingsgrondslagen.

Het lijkt een open deur, maar de praktijk laat vaak zien hoe iets juist wel of juist niet moet in de vorm van leerpunten. Dit geldt ook voor de rapportage over bankconvenanten. Het verhaal van Imtech laat zien dat het belangrijk is om volledig te rapporteren over bankconvenanten. Het vermelden van de convenanten in de jaarrekening is een goede stap, maar het is nog niet voldoende. De convenanten moeten, volgens de voormalige group business controller van Imtech, onderbouwd worden. In de jaarrekening moet af gelezen kunnen worden of de convenanten gehaald worden. Zelfs in een waiver periode is het belangrijk om dit toe te lichten. Verder is het belangrijk om in de jaarrekening aan te geven wat de consequenties zijn van het breken van de convenanten. Deze inzichten zijn belangrijk voor de gebruikers van de jaarrekening.

Ook al is Royal Imtech verre van een vastgoedfonds, het is alsnog een wijze les voor elke organisatie die in aanraking komt met bankconvenanten. In tien jaar tijd is Imtech van beurslieveling naar faillissement gegaan. Hoewel het schenden van de bankconvenanten geen direct gevolg had op het faillissement van Imtech, speelde het wel een belangrijke rol de afgelopen jaren.

4.4 Conclusie

In dit hoofdstuk, de resultaten van onderzoek, zijn de laatste twee deelvragen aan bod gekomen. In dit hoofdstuk is de verkregen informatie in het voorgaande hoofdstuk toe gepast op het onderzoek. Het onderzoek bestaat uit twee delen. Allereerst zijn acht jaarrekeningen van beursgenoteerde vastgoedfondsen onder de loep genomen. Dit is in



de eerste paragraaf aan bod gekomen. Daarnaast is in de tweede paragraaf aandacht besteed aan een praktijkvoorbeeld van het niet naleven van bankconvenanten. Deze informatie is verkregen middels een interview met de voormalige controller van Imtech.

In de eerste paragraaf worden de jaarrekeningen van vastgoedfondsen over 2014 getoetst op basis van een vragenlijst. Een overzicht van de betreffende vastgoedfondsen en de vragenlijst is terug te vinden in bijlage 2 van dit onderzoek. Ondanks dat alle onderzochte vastgoedfondsen rapporteren over bankconvenanten kan nog steeds geconcludeerd worden dat vastgoedfondsen te beperkt rapporteren over bankconvenanten. In het onderzoek komt naar voren dat 88% van de onderzochte vastgoedfondsen rapporteert over de afgesproken convenanten, de ratio's en de realisatie; 13% van de onderzochte vastgoedfondsen een berekening geeft van de convenanten; 50% van de onderzochte vastgoedfondsen de gevolgen van schending van de convenanten beschrijft; geen van de onderzochte vastgoedfondsen de convenanten geeft van de twee voorgaande jaren en 63% van de onderzochte vastgoedfondsen de berekeningswijze van de convenanten geeft. Voor een transparante toelichting op de bankconvenanten is het van belang dat de bovengenoemde punten naar voren komen in het jaarverslag.

In de tweede paragraaf wordt Royal Imtech als praktijkvoorbeeld gegeven van het schenden van bankconvenanten. Het praktijkvoorbeeld wordt onderbouwd met de uitkomsten van het interview met de voormalige group business controller van Royal Imtech N.V. Het installatiebedrijf kwam in 2012 in het nieuws met het plegen van fraude. Vanaf dat moment ontstond een aaneenschakeling van belangrijke gebeurtenissen. Voorbeelden van deze gebeurtenissen zijn een dalende beurskoers, het verlies van vertrouwen bij beleggers en het breken van de convenanten. Imtech heeft in 2013 een waiver verkregen tot september 2015. Deze waiver werd later verlengd. Volgens de voormalige group business controller van Imtech is het belangrijk leerpunt om volledig te rapporteren over bankconvenanten. Ook in een periode van een waiver. Ook vindt de voormalige group business controller van Imtech het belangrijk om de consequenties van het breken van convenanten op te nemen in de jaarrekening. Het verhaal van Royal Imtech B.V. is een wijze les voor elke organisatie die in aanraking komt met bankconvenanten.



5. Conclusie en aanbevelingen

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de hoofdvraag van dit onderzoek die als volgt luidt: *Op welke wijze kan de kwaliteit van de rapportage over bankconvenanten in de jaarrekeningen van vastgoedfondsen (mogelijk) worden verbeterd, in lijn met de geldende wet- en regelgeving en de informatiebehoefte van belanghebbenden?*

5.2 Deelconclusies hoofdstuk 3 en 4

Het antwoord op deze hoofdvraag is tot stand gekomen door het beantwoorden van de deelvragen van dit onderzoek. In deze paragraaf zal antwoord gegeven worden op de deelvragen.

De eerste deelvraag heeft betrekking op het begrip bankconvenant. In deze paragraaf komt naar voren dat een bankconvenant een overeenkomst tussen een financiële instelling en de geldlener is. De overeenkomst betreft de aanvullende afspraken over de lening. Bankconvenanten zijn onder te verdelen in positieve – en negatieve bankconvenanten. In de positieve convenanten worden clausules opgenomen waaraan de geldlener zich dient te houden. Dit kunnen bijvoorbeeld bepaalde ratio's zijn. In de negatieve convenanten worden clausules opgenomen waarin staat wat de geldlener juist niet mag doen. Voorbeelden hiervan zijn pari-passu en non-dividend verklaring.

De tweede deelvraag heeft betrekking op de informatiebehoefte van de belanghebbenden. Volgens het themaonderzoek bankconvenanten van de AFM (2015) blijkt dat er te weinig gerapporteerd wordt over bankconvenanten. Het gevolg hiervan is dat de belanghebbenden niet altijd voldoende inzicht hebben in de financiële ruimte van organisaties. De belanghebbenden zijn onder te verdelen in interne (managers, aandeelhouders en werknemers) en externe belanghebbenden (toeleveranciers, maatschappij, overheid, crediteuren, klanten en beleggers). De externe belanghebbenden, de aandeelhouders en werknemers (ook wel de gebruikers genoemd) willen meer informatie over (1) de afgesproken bankconvenanten, (2) de berekeningswijze van de bankconvenanten en (3) de mogelijke gevolgen voor de organisatie bij schending van de convenanten. De informatiebehoefte van de managers en de gebruikers zijn tegenstrijdig. De managers van een organisatie hebben belang bij een zo goed mogelijke presentatie van de onderneming, terwijl de gebruikers van de jaarrekening een betrouwbaar beeld willen van de organisatie waarvan zij belanghebbenden zijn.

De derde deelvraag van dit onderzoek gaat in op de rapportageregels voor bankconvenanten. Het Burgerlijk Wetboek, de RJ, en de IFRS hebben rapportageregels opgesteld. Hierin staan geen concrete regels voor de toelichting van de bankconvenanten. Dat maakt het rapporteren over bankconvenanten breed. De jaarrekening dient gecontroleerd te worden door een onafhankelijke accountant. De accountant controleert of de jaarrekening die het bestuur heeft opgesteld, een correcte weergave is van de financiële situatie van de organisatie.



De vierde deelvraag van dit onderzoek besteedt aandacht aan de mate waarin bankconvenanten terug komen in het jaarverslag. De jaarverslagen van vastgoedfondsen van het 2014 worden getoetst op basis van een vragenlijst. Een overzicht van de betreffende vastgoedfondsen en de vragenlijst is terug te vinden in de bijlage van deze scriptie. Ondanks dat alle onderzochte vastgoedfondsen rapporteren over bankconvenanten kan nog steeds geconcludeerd worden dat vastgoedfondsen te beperkt rapporteren over bankconvenanten. We gaan naar een transparante wereld toe. In deze wereld wordt geen genoegen meer genomen met een enkele zin in het jaarverslag: 'bankconvenanten ultimo boekjaar behaald'. De belanghebbenden hebben behoefte naar meer informatie. In het onderzoek komt naar voren dat 88% van de onderzochte vastgoedfondsen rapporteert over de afgesproken convenanten, de ratio's en de realisatie; 13% van de onderzochte vastgoedfondsen een berekening geeft van de convenanten; 50% van de onderzochte vastgoedfondsen de gevolgen van schending van de convenanten beschrijft; geen van de onderzochte vastgoedfondsen de convenanten geeft van de twee voorgaande jaren en 63% van de onderzochte vastgoedfondsen de berekeningswijze van de convenanten geeft. Voor een transparante toelichting op de bankconvenanten is het van belang dat de bovengenoemde punten naar voren komen in het jaarverslag.

Tot slot besteedt de vijfde deelvraag aandacht aan één van de grootste installatiebedrijven van Nederland, Royal Imtech. Het installatiebedrijf kwam in 2013 in de knoop met hun bankconvenanten. Ondanks Royal Imtech geen vastgoedfonds is, is het alsnog een wijze les voor elke organisatie die in aanraking komt met bankconvenanten. De leerpunten van het faillissement van Imtech met betrekking tot de bankconvenanten zijn, volgens de voormalig group business controller van Imtech, dat het belangrijk is om volledig te rapporteren over bankconvenanten en de gevolgen hiervan.

5.3 Algehele conclusie

Op basis van de voorgaande deelconclusies zal antwoord worden gegeven op de probleemstelling van dit onderzoek.

Ik kan op basis van het empirisch onderzoek concluderen dat vastgoedfondsen te beperkt rapporteren over bankconvenanten in de jaarrekeningen. De kwaliteit van de rapportage over bankconvenanten in de jaarrekeningen van vastgoedfondsen wordt beter indien vastgoedfondsen transparanter worden over: (1) de afgesproken bankconvenanten, de ratio's en de realisatie; (2) de berekeningswijze van de bankconvenanten; en (3) de mogelijke gevolgen voor de organisatie bij schending van de convenanten.

Wanneer bankconvenanten transparanter worden over de bovengenoemde punten zullen zij, naar mijn mening, vertrouwen en binding opbouwen met de belanghebbenden. Dit is cruciaal voor organisaties. Transparantie over bankconvenanten kan alleen nadelige gevolgen hebben indien de organisatie negatieve



resultaten heeft behaald. In dat geval is het belangrijk dat de mogelijke gevolgen voor de organisatie bij schending van convenanten uitgebreid aan bod komt.

5.4 Aanbevelingen

We gaan naar een transparante wereld toe met betrekking tot de verslaggeving. Eerst was de controleverklaring aan de beurt, nu de bankconvenanten. Ik vermoed dat er in de toekomst diverse veranderingen aangebracht zullen worden in de regelgeving gericht op de rapportage over bankconvenanten. Op basis van mijn scriptie en de uitkomsten daarvan heb ik de volgende aanbevelingen.

Allereerst raad ik de DUFAS aan een best-practice op te stellen met betrekking tot de rapportage over bankconvenanten. DUFAS is de belangenvereniging van de Nederlandse vermogensbeheer sector. Als lid van DUFAS kan Solutional meedenken over een best-practice. Momenteel bestaan geen concrete rapportageregels of verslaggevingsrichtlijnen voor het rapporteren over bankconvenanten. Dat zorgt in de huidige situatie ervoor dat zeer uiteenlopend over bankconvenanten wordt gerapporteerd. Zonder concrete richtlijnen voor de toelichting van bankconvenanten, kunnen accountants de organisaties niet ertoe bewegen om iets te vermelden over bankconvenanten. Organisaties rapporteren over bankconvenanten in de mate waarin zij denken dat belangrijk is. In hoofdstuk 3 van deze scriptie is naar voren gekomen dat organisaties het liefst zo beperkt mogelijk rapporteren over bankconvenanten.

De inrichting van de best-practice zal naar mijn mening rekening moeten houden met de informatiebehoefte van de belanghebbenden. Zij hebben recht op een betrouwbaar en transparant beeld van de organisatie, inclusief een toelichting op de bankconvenanten. Over de inhoud van de best-practice zal nog wel discussie moeten worden gevoerd, maar wat mij betreft worden de volgende onderdelen hier minimaal in meegenomen:

- **Inzicht in de afspraken in de convenanten:** Dit onderdeel van de best-practice verlangt een toelichting die aangeeft welke afspraken de organisatie met de bank heeft gemaakt. Ik ben van mening dat de convenanten hierbij afzonderlijk dienen te worden vermeld en toegelicht. Op basis van dit onderdeel kan een gebruiker van de jaarrekening beoordelen welke zaken voor de bank relevant zijn en dit gebruiken bij de eigen beoordeling van de financiële gegevens.
- **De berekening en de berekeningswijze van de ratio's:** Dit onderdeel van de toelichting geeft de gebruiker van de jaarrekening de mogelijkheid inzicht te krijgen in de wijze waarop de ratio's worden berekend en deze, waar mogelijk (gezien de complexiteit zal dit veelal niet goed kunnen), na te rekenen. Inzicht in de berekening en de berekeningswijze van de ratio's geeft de gebruiker de mogelijkheid de positie van de organisatie beter te begrijpen.
- **Een beschrijving van de gevolgen indien de bankconvenanten geschonden worden:** Dit onderdeel van de toelichting maakt de gebruiker van de jaarrekening bewust van de risico's die bankconvenanten met zich meebrengen. Deze risico's kunnen vervolgens onderbouwd worden met beheersmaatregelen.



Deze mate van transparantie over risico's en de beheersing hiervan zou gebruikers vertrouwen moeten geven in de organisatie en haar continuïteit.

Wanneer de best-practice is opgesteld en deze ook wordt toegepast, is een verslaggevingsrichtlijn voor de toelichting op bankconvenanten mogelijk een logische vervolgstap. Indien een dergelijke richtlijn wordt gemaakt, zijn organisaties verplicht de bankconvenanten toe te lichten in de jaarrekening. Dit zal naar mijn mening resulteren in een transparante rapportage over bankconvenanten.

Verder wil ik vastgoedfondsen adviseren zo transparant mogelijk te zijn over bankconvenanten. De casus van Royal Imtech N.V. laat zien hoe belangrijk het is transparant te zijn over bankconvenanten. Een transparante rapportage resulteert in vertrouwen en binding met de belanghebbenden. Ook in minder goede jaren is het van belang transparant over de organisatie te zijn. De belanghebbenden horen het nieuws dan liever van de organisatie zelf dan van externe partijen. In minder goede jaren is het cruciaal dat het onderdeel 'gevolgen van schending' uitgebreid aan bod komt in het jaarverslag.

Daarnaast wil ik de banken aanraden in de convenanten een duidelijk normenkader op te nemen met betrekking tot de keuzemogelijkheden binnen de waarderingsgrondslagen. In hoofdstuk 4 van deze scriptie is naar voren gekomen dat banken de organisaties keuzemogelijkheden geven binnen de waarderingsgrondslagen om zo aan de gewenste ratio's te kunnen voldoen. Deze keuzemogelijkheden geven de organisaties de kans zich beter te voor te doen dan dat ze werkelijk zijn. Dit resulteert in een minder betrouwbaar beeld over de bankconvenanten en daarmee ook de financiële situatie van een organisatie. Verder wil ik de banken aanraden de positieve convenanten voornamelijk te baseren op niet beïnvloedbare ratio's. Voorbeelden hiervan zijn net-debt, minimum cash en maximale garantie niveaus. Deze aanbevelingen voor de banken zullen naar mijn mening lijden tot betrouwbaardere ratio's.

Tot slot wil ik Solutional aanbevelen ook aandacht te besteden aan het onderwerp bankconvenanten. Solutional houdt zich naast financiële rapportages ook bezig met 'in control' en 'risk management' opdrachten. Bij deze diensten kunnen vormen van financiering voorkomen waarover van Solutional een oordeel wordt gevraagd. Bankconvenanten is zeker een onderwerp dat hierbij kan voorkomen. Mijn onderzoek laat zien hoe belangrijk het is transparant te zijn over bankconvenanten. Echter, is dit niet in de praktijk terug te zien. Ik wil Solutional daarom vragen hun klanten te adviseren expliciet ruimte te maken voor bankconvenanten in het jaarverslag, het control framework of het risicomanagement systeem. Indien de klanten daar gebruik van maken levert dit op langere termijn toegevoegde waarde aan de klanten in de vorm van meer binding met de gebruikers en meer vertrouwen bij de financiers.



Literatuur

- Autoriteit Financiële Markten (2015). *Bankconvenanten. Kwaliteit Accountantscontrole en Verslaggeving*, 1 -13
- Autoriteit Financiële Markten (2015). *In Balans*, 12-14
- Amvest Residential Core Fund (2015). *Annual Report 2014*. Geraadpleegd op 25 april, van <http://www.amvest.nl/wp-content/uploads/2015/04/arc-fund-annual-report-2014.pdf>
- Begley, J.J. (1999). *An Empirical Examination of the Relation between Debt Contracts and Management Incentives*. *Journal of accounting & economics* 27(2), 229-259.
- Berlin, M. (1992). *Debt Covenants and Renegotiation*, *Journal of financial intermediation* 2(2): 95.
- Carey, M.S. (1993). *Recent Developments in the Market for Privately Placed Debt*, *Federal Reserve bulletin*, 79-77.
- Corio (2015). *Annual Report 2014*. Geraadpleegd op 25 april, van http://www.jaarverslag.com/assets/reports/JaarverslagCOM_Corio_Jaarverslag_2014.pdf
- De Hooge Waerder. *Begrippenlijst Financieren*. Geraadpleegd op 14 maart, van <http://dehoogewaerder-corporatefinance.nl/begrippenlijst/begrippen-financieren/>
- Dichev, I. D., & Skinner, D. J. (2000). *Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis*. *University of Michigan Business School*, 1-6, 26-29.
- Elliott, B., & Elliott, J. (2011). *Financial Accounting and Reporting*. Harlow: Pearson Education Limited
- Eurocommercial Properties (2015). *Annual Report 2014*. Geraadpleegd op 25 april, van: <https://asp-gb.secure-zone.net/v2/index.jsp?id=1134/2704/10469&lng=en>
- International Accounting Standards Board (2015). *International Financial Reporting Standards*.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). *Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Klépierre (2015). *Annual report 2014*. Geraadpleegd op 25 april, van http://www.klepierre.com/content/uploads/2015/03/KLEPIERRE_RA_FULL_VA.pdf
- Levitt, A. (1998). *The 'Numbers Game'*. *CPA Journal*, 68(12), 14



- Menon, K., & Williams, D.D. (2010). *Investors reaction to going concern audit reports*, The accounting Review, 85(6), 2075-2105
- Mertens, G., Meliefste, S., & Blij, I. (2013). *Continuïteit van Nederlandse Beursfondsen: een continu punt van aandacht*. Geraadpleegd van <https://www.nba.nl/Documents/Nieuws/2013/NBA-onderzoeksrapport-continuïteit-NLBeursfondsen-feb13.pdf>
- NBA (z.j.). *NV Cos 570*
- Nieuwe Steen Investments NV (2015). *Jaarverslag 2014*. Geraadpleegd op 28 april, van http://www.nsi.nl/uploads/subsite/files/563b6918d7ebd_Jaarverslag%20NSI%20Nederlands.pdf
- Raad voor de Jaarverslaggeving (2015). *Richtlijnen voor de jaarverslaggeving. Voor grote en middelgrote rechtspersonen*. Deventer: Kluwer
- Royal Imtech (2015). *Annual Report 2014*. Geraadpleegd op 25 april, van <http://www.jaarverslag.com/ar/imtech.html>
- Scott, W.R. (2014). *Financial Accounting Theory*. Pearson Prentice Hall, 123 -139.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). *Towards a positive theory of the determination of accounting standards*. *The Accounting Review*, 53 (1), 112-134.
- Watts, R. L., & Zimmermann, J. L. (1986), *Positive Accounting Theory*, London: Prentice-Hall.
- Unibail-Rodamco (2015). *Unexpected 2014. Annual and Sustainable Development Report*. Geraadpleegd op 25 april, van http://www.unibail-rodamco.com/W/cms_sites/SITE_16406/ressources16406/pdf1/UR_RAPPORT_ANNUEL_2014_EN.pdf
- VastNed (2015). *Jaarverslag 2014*. Geraadpleegd op 25 april, van http://www.beursgorilla.nl/jaarverslagen/vastned_retail_jaarverslag_2014.pdf
- Vries de, K., & Wijn, M. (2009). *Leningconvenanten*. Accounting & Valuation Advisory Services. Geraadpleegd op 20 maart 2016, van <http://www.financiereninbalans.nl/wp-content/uploads/leningconvenanten.pdf>
- WereldHave (2015). *Annual Report 2014*. Geraadpleegd op 25 april, van http://www.wereldhave.com/sites/default/files/Wereldhave_Image_Bank/Uploaded_Files/Attachments/WH_ANNUAL_REPORT_2014_13-03-2015.pdf
- Wet maatschappelijke ondersteuning (2016). Geraadpleegd op 15 maart 2016, van <http://wetten.overheid.nl/BWBR0003045/2016-01-29>



Bijlagen

Bijlage 1 - Afkortingen

AFM	Autoriteit financiële markten
BW	Burgerlijk Wetboek
HRA	Handleiding Regelgeving Accountancy
IAASB	International Auditing and Assurance Standard Board
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
NBA	Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants
RJ	Raad voor de Jaarverslaggeving



Bijlage 2 - Onderzoeksresultaten

	Corio	Rodamco	Eurocom Prop	NSI	VastNed	Wereldhave	Amvest RCF	Klepierre	Totaal	Percentage
<i>Informatie over convenanten</i>										
Niets vermeld									0	0%
Vermeld dat er geen convenanten zijn									0	0%
Informatie opgenomen over convenanten	1	1	1	1	1	1	1	1	8	100%
Totaal									8	100%
<i>Plaats van vermelding</i>										
Directieverslag			1	1					2	25%
Toel. v/d jaarrek.	1	1	1	1	1	1	1	1	8	100%
Controleverklaring				1	1				2	25%
Totaal	1	1	2	3	2	1	1	1	8	100%
<i>Vermelde convenanten</i>										
Overig				1					3	4
Leverage ratio	1		1						2	10%
Debt Service Coverage ratio							1		1	5%
Rentedekkingsgraad	1	1	1	1	1	1	1	1	8	40%
Solvaibiliteitsratio				1	1	1			3	15%
Minimum neth worth									0	0%
Loan to Value		1	1	1		1	1	1	6	30%
Totaal	2	2	3	3	2	3	3	2	20	100%
<i>AFM</i>										
De convenanten	1	1*		1	1	1	1	1	7	88%
De berekening			1						1	13%
De gevolgen				1	1	1		1	4	50%
Meerdere jaren	*	*	*	*				*	0	0%
Berekeningswijze	1	1	1	1			1	1	5	63%
Totaal	1	1	2	3	2	2	1	2	8	100%



Bijlage 3 – vragenlijst interview

Naam: Correspondent 1
Bedrijf: Imtech
Functie: Group Business Controller
Datum: 4 mei 2016

Inleiding

Mijn scriptie is gebaseerd op een themaonderzoek van de AFM. Volgens het themaonderzoek wordt namelijk te beperkt gerapporteerd over bankconvenanten bij beursgenoteerde ondernemingen. Ik ga toetsen of dit ook het geval is bij vastgoedfondsen. Hiervoor heb ik acht vastgoedfondsen geselecteerd. Daarnaast wil ik een klein uitstapje maken naar het belang van het naleven van convenanten. Hierbij wil ik beschrijven hoe belangrijk het naleven van bankconvenanten is. Dit wil ik onderbouwen met Imtech als voorbeeld. Ik zal voornamelijk naar uw mening of voorbeelden vragen.

Algemeen

Voordat ik begin met de vragen zou ik graag wat meer willen weten over uw rol bij Imtech.

Vragen interview

Het AFM onderzoek

1. De AFM heeft geconstateerd dat bedrijven te beperkt rapporteren over bankconvenanten. Bent u het hiermee eens? Waarom?
2. Volgens de AFM moeten bedrijven meer informatie geven over de mogelijke gevolgen van schending, de berekeningswijze en de berekening van de convenanten. Bent u het hiermee eens? Waarom?
3. Als u een keuze moest maken tussen zo beperkt mogelijk vermelden over convenanten of juist zo transparant mogelijk zijn over convenanten, wat was dan de keuze? En waarom?

Theoretisch kader

4. In mijn scriptie beschrijf ik het spanningsveld tussen de gebruikers en de verstrekkers van de jaarrekening. De gebruikers hebben belang bij een zo goed mogelijke presentatie van de onderneming, terwijl de verstrekkers van de jaarrekening een betrouwbaar beeld willen van de organisatie waarvan zij belanghebbende zijn. Komt u dit bekend voor? Zo ja, kunt u hier een voorbeeld van bedenken?
5. Volgens de debt covenant hypothese wordt de kans groter dat een organisatie kiest voor een andere verslaggevingsmethode groter wanneer de organisatie



tegen schenden van bankconvenanten zit. Was dit ook het geval bij Imtech? Zo ja, op wat voor manier? (big bath accounting)

6. Wat voor gevolgen hebben bankconvenanten intern?

Persberichten Imtech

7. In 2013 werd bekend gemaakt dat Imtech niet voldeed aan zijn convenanten. Om welke convenanten ging dit?
8. Vanaf het jaar 2013 ging de beurskoers van Imtech fors omlaag. Is dit een gevolg van de persberichten?
9. Wat waren (naast een dalende beurskoers) de gevolgen van de persberichten?
10. In hoeverre is er een verband tussen het niet naleven van de convenanten en het faillissement van Imtech?
11. In 2015 werd KPMG aangeklaagd door de VEB vanwege de controleverklaring van Imtech. In deze controleverklaring wordt een twijfel beschreven over de verbeteringen van Imtech, maar toch wordt de jaarrekening goedgekeurd. Vind u deze aanklacht terecht?

Faillissement

12. Uit de groeistrategie van Imtech voor de jaren 2008-2012 was niks te merken aan een komend faillissement. Imtech was positief over de toekomst en had groei in het vizier. Hoe kan het dan dat in het jaar 2013 crisis ontstaat binnen het bedrijf?



Bijlage 4 – Vragenlijst interview

Naam: Correspondent 2 en 3 (accountant A/B)

Datum: 25 mei 2016

Inleiding

Mijn scriptie is gebaseerd op een themaonderzoek van het AFM. Volgens het themaonderzoek wordt namelijk te beperkt gerapporteerd over bankconvenanten bij beursgenoteerde ondernemingen. Ik heb getoetst of dit ook het geval is bij vastgoedfondsen. Hiervoor zijn acht vastgoedfondsen geselecteerd. Ik heb onderzocht: (1) de mate waarin bankconvenanten naar voren komen in de jaarrekening, (2) de plaats van vermelding van bankconvenanten in de jaarrekening, (3) de vermelde bankconvenanten in de jaarrekening en (4) de informatiebehoefte van belanghebbenden. De uitkomsten van het onderzoek wil ik graag onderbouwen met de mening van een accountant.

Algemeen

Voordat ik begin met de vragen zou ik graag willen vragen met welke vastgoedfondsen u in aanraking bent gekomen.

Vragen interview

Het AFM onderzoek

1. Het AFM heeft geconstateerd dat bedrijven te beperkt rapporteren over bankconvenanten. Bent u het hiermee eens? En waarom?
2. Als u een keuze moest maken tussen zo beperkt mogelijk vermelden over convenanten of juist zo transparant mogelijk zijn over convenanten, wat was dan de keuze? En waarom?

Convenanten in de jaarrekening

3. Uit het onderzoek blijkt dat 100% van de onderzochte vastgoedfondsen rapporteert over bankconvenanten. Vindt u het terecht dat bankconvenanten terug komen in de jaarrekening? Graag uw mening onderbouwen.
4. Vindt u dat de toelichting over bankconvenanten de laatste jaren is veranderd? Zo ja, in welk opzicht?

De plaats van vermelding

5. In welke onderdelen van de jaarrekening (directieverslag/toelichting van de jaarrekening/controleverklaring) vindt u het belangrijk om bankconvenanten te vermelden?

De vermelde convenanten

6. In de jaarrekening worden gemiddeld drie bankconvenanten vermeld. Zijn dit de enige convenanten dat een organisatie heeft?



7. Indien de voorgaande vraag met nee wordt beantwoord; waarop worden de vermelde convenanten in de jaarrekening geselecteerd?

De informatiebehoefte van belanghebbenden

8. Welke informatie vindt u relevant om terug te vinden in de jaarrekening over bankconvenanten?
9. Eén van de informatiebehoefte van de belanghebbenden is een berekening van de convenanten. In hoeverre is dit volgens u belangrijk om wel/niet op te nemen in het jaarverslag?
10. Eén van de informatiebehoefte van de belanghebbenden is een analyse van de mogelijke gevolgen van schending van de convenanten. In hoeverre is dit volgens u belangrijk om wel/niet op te nemen in het jaarverslag?
11. Eén van de informatiebehoefte van de belanghebbenden is een realisatie van drie jaar. In hoeverre is dit volgens u belangrijk om wel/niet op te nemen in het jaarverslag?

