

Financieel management en financiering

Waardering, financiering en
risicobeheer

Piet de Keijzer

4^e editie



Noordhoff

Financieel management en financiering

Waardering, financiering en
risicobeheer

P. de Keijzer

Ontwerp omslag: Shootmedia
Omslagillustratie: Getty Images
Ontwerp binnenwerk: Noortje Boer

Eventuele op- en aanmerkingen over deze of andere uitgaven kunt u richten aan:
Noordhoff Uitgevers bv, Afdeling Hoger Onderwijs, Antwoordnummer 13, 9700 VB
Groningen, of via het contactformulier op www.mijnnoordhoff.nl.

De informatie in deze uitgave is uitsluitend bedoeld als algemene informatie. Aan deze informatie kunt u geen rechten of aansprakelijkheid van de auteur(s), redactie of uitgever ontleen.



Wij maken bij Noordhoff sinds 2009 bewust keuzes om onze impact op het klimaat te verkleinen. We volgen de klimaatdoelen van het Klimaatakkoord van Parijs. Scan de QR-code voor meer informatie over ons duurzaamheidsbeleid.

Zo is dit product gemaakt van FSC®-gecertificeerd papier en ander gecontroleerd materiaal. Wij gebruiken plantaardige inkt en onze lijmen zijn op waterbasis en afbreekbaar. Hierdoor is dit product goed te recyclen na gebruik.



0 / 26

© 2026 Noordhoff Uitgevers bv, Groningen/Utrecht, Nederland

Alle rechten voorbehouden. Tekst- en datamining niet toegestaan.

All rights reserved. Text and data mining not permitted.

ISBN(ebook) 978-90-01-19639-4

ISBN 978-90-01-03876-2

NUR 782

Voorwoord

Voor u ligt de sterk aangepaste vierde editie van dit boek, dat het brede terrein bestrijkt van:

- de onderbouwing van investeringsbesluiten
- het aanbod en de karakteristieken van de verschillende financieringsinstrumenten
- het financieel beheer van de vlottende activa, inclusief het risicobeheer
- de waardering van bedrijven in het geval van een bedrijfsovername

De financiële wereld is dynamisch. Nieuwe inzichten en nieuwe producten lijken eerder regel dan uitzondering. Het is ondoenlijk om elke niche te beschrijven. In dit boek beperk ik me tot bewezen methoden en technieken, producten en traditionele theorieën vanuit de volgende drie invalshoeken:

- de Angelsaksische opvatting over bedrijven (maximale aandeelhouderswaarde)
- het Rijnlandse model (stakeholdermodel)
- het idee van meervoudige waardecreatie (financiële, ecologische en sociale waarde)

Het boek is bedoeld voor hbo-studenten Accountancy en Finance en Control en sluit aan op de herziene CEA-eindtermen uit 2016. Daarnaast bevat het boek voorbeelden van en verwijzingen naar het gewenste geïntegreerd en themagericht raamwerk van de CEA. Zo wordt in het boek geregeld verwezen naar de geïntegreerde case Karnas als voorbeeld waarin de elementen financiële overzichten, forecasting, investerings- en financiële analyse en kredietaanvraag samenkomen als voorbeeld van de thema's start en groei. Studenten kunnen, onder begeleiding van een docent, met de op de website te vinden geïntegreerde case Kuiten zelf met deze thema's aan de slag. In het laatste hoofdstuk van het boek, 'Bedrijfswaardering en bedrijfsovername', komen methoden en financieringstheorieën geïntegreerd samen. Het is daarmee een uitwerking van het financiële onderdeel van het thema bedrijfsoverdracht of liquidatie uit het beoogde raamwerk van de CEA.

Doel is om (toekomstige) financials inzicht te geven in verschillende opvattingen over organisatiedoelstellingen en de werking van financiële markten, zodat zij actuele berichtgeving – zoals uit *Het Financieele Dagblad* – kunnen duiden en in context kunnen plaatsen. Daarnaast streef ik ernaar dat

de financial in staat is passende argumenten en financiële overzichten en onderbouwingen aan te leveren bij het nemen van besluiten op strategisch niveau (forecasting), en op operationeel niveau financiële overzichten/rapportages te verzorgen in het kader van financieel management.

Voor deze vierde editie ben ik op zoek gegaan naar nieuwe actuele voorbeelden. Het aantal voorbeelden en verwijzingen naar websites en andere media is uitgebreid. Hoofdstukken zijn herschreven, samengevoegd of weggelaten om te komen tot een behapbaar boek. Sommige onderdelen uit de vorige editie hebben nu een plaats gekregen op www.studiemeester.noordhoff.nl, net als een aantal uitgebreide voorbeelden. Docenten en studenten die op zoek zijn naar verdieping kunnen daar terecht, evenals voor voorbeeldpresentaties, Excel-modellen, oefenopgaven en cases.

Het schrijven van een boek blijft mensenwerk. Ook na zorgvuldig (her)lezen blijkt dat een verschrijving of verrekening snel is gemaakt. Meerdere personen hebben meegekeken en meegedacht. Niettemin ben en blijf ik verantwoordelijk voor het eindresultaat.

Piet de Keijzer, Roosendaal
Voorjaar 2026

Inhoudsopgave

Inleiding 11

1 Treasury management en de financiële overzichten 17

- 1.1 De financiële functie 19
 - 1.1.1 Technologische ontwikkelingen 20
 - 1.1.2 Maatschappelijke ontwikkelingen 22
 - 1.1.3 De controller 23
- 1.2 Treasury management 26
- 1.3 Financiële overzichten 32
 - 1.3.1 Belang van financiële overzichten 32
 - 1.3.2 Balans 33
 - 1.3.3 De winst-en-verliesrekening (resultatenrekening, income statement) 38
 - 1.3.4 Het verband tussen balans, resultatenrekening en kasstroomoverzicht 43
 - 1.3.5 Het opstellen van een kasstroomoverzicht 45

2 Investeringsselectie 75

- 2.1 Besluitvorming 77
- 2.2 Waardecreatie, een nader onderzoek 80
 - 2.2.1 Aandeelhouderswaardemodel 80
 - 2.2.2 Integrale-waardemodel 83
 - 2.2.3 De businesscase 89
- 2.3 Investeringsmotieven en vormen van investeringen 90
- 2.4 Investeringsselectiemethoden op basis van financiële waardecreatie 94
- 2.5 Netto-contantewaardemethode 95
- 2.6 Interne rentabiliteit 121
- 2.7 Overige selectiemethoden 124
 - 2.7.1 Terugverdientijd 124
 - 2.7.2 Gemiddelde boekhoudkundige rentabiliteit (GBR) 128
- 2.8 Bijzondere onderwerpen investeringsselectie 129
 - 2.8.1 Beoordelingscriteria bij meerdere projecten tegelijkertijd 129
 - 2.8.2 Inflatie en investeringsselectie 130
 - 2.8.3 Rol van vastgoed in de besluitvorming 131
 - 2.8.4 Overige aandachtspunten in de besluitvorming 133
- 2.9 Meervoudige waardecreatie 134
 - 2.9.1 Verschillende modellen 134
 - 2.9.2 Berekening meervoudige waardecreatie 138

- 2.10 Beslissen onder risico, onzekerheid en onoplosbare onzekerheid 148
- 2.11 Scenarioanalyse 157
- 2.12 Besluitvorming met behulp van beslisbomen 159
- 2.13 Reële opties 164

3 Forecasting en werkkapitaalbeheer 173

- 3.1 Forecasting 175
- 3.2 De cash conversion cycle 176
- 3.3 Werkkapitaal 179
- 3.4 Werkkapitaal; de kengetallen voor forecasting en beheersing 182
- 3.5 Voorbeeld uitwerking forecasting 189
- 3.6 Voorraadbeheer 194
 - 3.6.1 De noodzaak van voorraden 194
 - 3.6.2 Bestelsystemen 199
 - 3.6.3 De beheersing van de voorraden 203
- 3.7 Creditmanagement/debiteurenbeheer 206
- 3.8 Methoden en technieken in de monitoring van de vorderingen 222
- 3.9 Factoring 229
- 3.10 Crediteurenbeheer 236
- 3.11 Cashmanagement 236
 - 3.11.1 De onderdelen van cashmanagement 236
 - 3.11.2 Saldobeheer 239
 - 3.11.3 Geldstroombeheer 245
 - 3.11.4 Liquiditeitsbeheer 248

4 Bankkrediet en het kredietrisico 263

- 4.1 Investor relations 265
- 4.2 Kredietrisico 269
 - 4.2.1 Inleiding 269
 - 4.2.2 Financiële analyse aan de hand van kengetallen 272
- 4.3 Een nadere interpretatie en het gebruik van kengetallen in de financiële analyse 288
 - 4.3.1 De werkwijze van *creditraters* 288
 - 4.3.2 Openbaar bekende modellen 291
 - 4.3.3 Gebruik van financiële analyse en proces kredietverlening bij banken 294
 - 4.3.4 Bepaling maximaal krediet en aflossingsschema 297
- 4.4 Zekerheden 299
- 4.5 Bankvoorwaarden en offerte 305
- 4.6 Toezicht op het bankwezen 306
 - 4.6.1 Overzicht regelgeving 306
 - 4.6.2 Prudentieel toezicht, de Bazelse Akkoorden 308
 - 4.6.3 Het Bazelse raamwerk uit 2006: het driepijlermodel 309

- 5 Producten en ontwikkelingen op financiële markten 319**
 - 5.1 De financiële markt 321
 - 5.2 Kenmerken van producten aangeboden op financiële markten 339
 - 5.2.1 Financiële producten op officiële markten 339
 - 5.2.2 Hybride platformen 344
 - 5.2.3 Producten aangeboden op onderhandse markten 347
 - 5.2.4 Partijen op de financiële markten 349
 - 5.3 Ontwikkelingen en overige aanbieders en producten speciaal voor het mkb 358

- 6 De markt van eigen vermogen 367**
 - 6.1 Institutionele kenmerken van het eigen vermogen 369
 - 6.1.1 Kenmerken van eigen vermogen 369
 - 6.1.2 Categorieën van aandelen 372
 - 6.1.3 Beschermingsconstructies 377
 - 6.1.4 Het steward-ownership-model 381
 - 6.2 De aandelenemissie 383
 - 6.3 Winstuitkering aan aandeelhouders 389
 - 6.3.1 Dividenduitkering 389
 - 6.3.2 Inkoop van eigen aandelen 395
 - 6.4 De prijs van een aandeel 398
 - 6.5 Kengetallen en financiële criteria van beleggers en investeerders 404
 - 6.5.1 Fundamentele analyse 405
 - 6.5.2 Technische analyse 409
 - 6.6 Aandelenemissie en de emissieprijs 411
 - 6.6.1 Inleiding 411
 - 6.6.2 SPAC's 412
 - 6.6.3 Bepalen van de emissieprijs 413

- 7 De markt van vreemd vermogen 427**
 - 7.1 Kenmerken en verschijningsvormen van vreemd vermogen 429
 - 7.2 Obligatielening 431
 - 7.2.1 Kenmerken van de obligatielening 431
 - 7.2.2 Waardering van de obligatielening 440
 - 7.2.3 De bepaling van het effectieve rendement (de yield) van een lening/obligatie 446
 - 7.3 De onderhandse lening 451
 - 7.4 Objectfinanciering 453
 - 7.4.1 Hypothecaire lening 453
 - 7.4.2 Leasing 453

- 7.4.3 Werkkapitaalfinanciering 456
- 7.5 Stapelfinanciering 458

- 8 Kostenvoet van het eigen vermogen 465**
 - 8.1 Inleiding 467
 - 8.2 De moderne portefeuilletheorie 468
 - 8.2.1 De bepaling van het verwachte rendement 468
 - 8.2.2 De bepaling van het verwachte risico 474
 - 8.2.3 Het principe van het combineren van aandelen in een portefeuille 476
 - 8.2.4 De efficiënte grenslijn 481
 - 8.2.5 De kapitaalmarktlijn 485
 - 8.3 Capital Asset Pricing Model 491
 - 8.3.1 De portefeuillegevoeligheid voor marktrisico wordt gemeten met de bèta 491
 - 8.3.2 CAPM 494
 - 8.3.3 Berekening van de kostenvoet van het eigen vermogen met CAPM 497
 - 8.4 De efficiënte-markthypothese 501
 - 8.5 De beperkingen van CAPM 507
 - 8.5.1 Arbitrage-Pricing-Theory 507
 - 8.5.2 Fama & French 508
 - 8.6 Small-firm-effect 509
 - 8.7 De build-up-methode 512
 - 8.8 Behavioral finance 514

- 9 Vermogensstructuur en vermogenskosten 525**
 - 9.1 Overzicht van theorieën en veronderstellingen 527
 - 9.2 Modigliani & Miller 1958 529
 - 9.3 De rol van belastingen, M&M aangepast 535
 - 9.4 De rol van het insolventierisico, de trade-off-theorie 543
 - 9.5 Bepaling van de vermogensstructuur in de praktijk 547
 - 9.5.1 Pecking-Order-theorie 547
 - 9.5.2 Growth-Cycle-theorie, financiering en de levenscyclus van de onderneming 551

- 10 Opties en optiewaardering: theorie en praktijk 559**
 - 10.1 Het ontstaan en kenmerken van opties 561
 - 10.2 De georganiseerde optiehandel 563
 - 10.3 Het gebruik van (aandelen)opties 565
 - 10.4 Kenmerken van (aandelen)opties 569
 - 10.5 Prijs van (aandelen)opties 575
 - 10.5.1 Praktijk: kenmerken van de premie van een optie 575
 - 10.5.2 Theoretische waarde van de optie 578

- 10.6 Put-call-pariteit 579
- 10.7 Waardebepalende factoren vóór aflooptdatum 585
- 10.8 Prijsontwikkeling volgens een binomiaal model 589
- 10.9 De Black & Scholes-optiewaarderingsformule (B&S) 595
- 10.10 Waarderen van opties ten behoeve van balansverwerking 598

11 Rentemanagement 603

- 11.1 Rentemanagement 605
- 11.2 De omvang van het renterisico 608
 - 11.2.1 Bepaling omvang renterisico: methoden en technieken 608
 - 11.2.2 Value at Risk (VaR) 609
 - 11.2.3 Gap-analyse 611
- 11.3 Instrumenten ter beheersing van het renterisico 613
 - 11.3.1 Afdekken van renterisico's over de balans 613
 - 11.3.2 Afdekken van renterisico's met derivaten 614
 - 11.3.3 Geldmarkttechniek 615
 - 11.3.4 Forward Rate Agreement (FRA) 618
 - 11.3.5 Interest Rate Swap (IRS) 624
 - 11.3.6 Renteoptie 632
- 11.4 Creëert risicobeheer waarde? 639

12 Valutarisicobeheer 645

- 12.1 De valutamarkt 647
- 12.2 Koersnotering en werkwijze van banken 648
- 12.3 Wisselkoerssystemen en prijsvorming 650
- 12.4 Vormen van valutarisico 660
- 12.5 Organisatie van het valutamanagement 662
 - 12.5.1 Valutamanagement in het treasurystatuut 662
 - 12.5.2 Het moment van ontstaan van het valutarisico 664
 - 12.5.3 Bepaling omvang valutapositie 665
 - 12.5.4 Beheersing omvang valutapositie in het geval van winstmaximalisatie in de vreemde-valutahandel 667
- 12.6 Instrumenten ter beheersing van valutarisico's 668
 - 12.6.1 Geld- en kapitaalmarkttechniek 669
 - 12.6.2 Termijncontract 671
 - 12.6.3 Valutaswap 676
 - 12.6.4 Valutaoptie 679
 - 12.6.5 Het gebruik van valutaopties 683
 - 12.6.6 Combinatie van opties 686

13 Bedrijfswaardering en bedrijfsovername 695

- 13.1 Inleiding 697
- 13.2 Motieven voor samenwerking dan wel een bedrijfsovername 699
 - 13.2.1 Synergie 699
 - 13.2.2 Overige motieven 701

- 13.3 Het bedrijfsovernameproces 703
- 13.4 Methoden van bedrijfswaardering 707
 - 13.4.1 Inleiding 707
 - 13.4.2 Normaliseren en rationaliseren 709
 - 13.4.3 De methode van de intrinsieke waarde 711
 - 13.4.4 De goodwillmethode 714
 - 13.4.5 Ratio-analyse (multiple analysis) 717
 - 13.4.6 De methode van de rentabiliteitswaarde 719
 - 13.4.7 De methode van de verbeterde rentabiliteitswaarde 722
 - 13.4.8 De discounted-cashflow-methode (DCF, tweestapsmethode) 725
- 13.5 De waardering van een start-up 735
- 13.6 Overige elementen die bij bedrijfsovername in het mkb van belang zijn 740

Register 747

Illustratieverantwoording 760

Inleiding

Dit boek biedt vanuit een praktisch perspectief een overzicht en verklaring van ontwikkelingen rondom:

- financiële markten (partijen, (nieuwe) producten en distributiekanaalen, prijsvorming, gedrag (rationeel en minder rationeel), denkbeelden over benadering van de financiële markten)
- investerings- en waarderingsvraagstukken
- werkkapitaalbeheer (analyse en instrumenten)
- beoordelingskaders vanuit het perspectief van de vermogensverschaffer en het risicobeheer

Naast de traditionele instrumenten en methoden bevat dit boek nieuwe inzichten op het gebied van waardecreatie, zoals het streven naar meervoudige waardecreatie als tegenhanger van het streven naar maximale aandeelhouderswaarde, inclusief de vraag hoe deze meervoudige waarde berekend kan worden. Daarnaast is er aandacht voor het gedrag van partijen op financiële markten, aan de hand van onder meer de agencytheorie, corporate governance, securisatie en inzichten uit de *behavioral finance*. Nieuwe partijen op financiële markten, nieuwe producten en werkwijzen krijgen uiteraard een plaats en zijn toegelicht.

De opbouw van het boek volgt de traditionele indeling van het vak financiering. Je zou de dertien hoofdstukken kunnen verdelen over zeven delen:

Deel 1 *De financiële overzichten*

Met de bespreking van de financiële overzichten passeren de belangrijkste basisbegrippen de revue. De nadruk ligt op de bespreking van het kasstroomoverzicht, als basis voor de bepaling van de financiële waarde van een organisatie. Het kasstroomoverzicht wijkt af van de indeling zoals die is vastgelegd in de verslaggevingsregels. De website bevat een Excel-model waarmee voor de meeste ondernemingen automatisch het kasstroomoverzicht kan worden gegenereerd uit de balans en resultatenrekening.

Deel 2 *De investeringsbeslissing (met en zonder onzekerheid) en werkkapitaalbeheer*

Een bedrijf start met de vraag welke markten het wil bedienen en hoe het deze wil bedienen. Deze laatste vraag is in feite de investeringsbeslissing, vaak in de vorm van een businesscase. In hoofdstuk 2

zijn de bekende methoden en technieken beschreven, zoals de netto-contantwaardemethode, die ingezet kunnen worden bij nemen van een (investerings)beslissing. Ook is er aandacht voor scenario-analyse en de beslisboom als methoden om besluiten te nemen. In de bespreking van de methoden wordt in eerste instantie uitgegaan van de klassieke manier van waarderen. Gegeven de aandacht voor, of beter gezegd de noodzaak van, een circulaire economie wordt uitgebreid stilgestaan bij een meer moderne opvatting over waarderen: meervoudige waardecreatie.

Voor de berekening van de financiële waarde wordt uitgegaan van de verwachte vrije kasstromen. In hoofdstuk 3 wordt uitgelegd hoe je deze kasstromen in de vorm van een forecastingsmodel inzichtelijk maakt voor het opstellen van de businesscase en als input voor de uitvoering van het financieel management, in het kader van het werkkapitaalbeheer in de vorm van voorraad- en debiteurenbeheer en het cashmanagement.

Deel 3 *Invulling van het financieringsplan*

De logische stap na het nemen van de investeringsbeslissing is de invulling van het financieringsplan. In hoofdstuk 4 wordt ingegaan op de vraag hoe aanbieders van vermogen, zoals banken, zo'n financieringsplan beoordelen (balansanalyse) en invullen. De praktijk staat hier centraal. Na het doornemen van de eerste vier hoofdstukken moet je een financieringsaanvraag financieel kunnen onderbouwen met het aanleveren van een prognose (balans, resultatenrekening en liquiditeitsbegroting), rekening houdend met de algemeen geaccepteerde normen. Op de website vind je in de vorm van de case *Karnas bv* een uitgewerkt voorbeeld; de case *Kuiten* kan dienen als oefening om te komen van investeringsplan naar bankfinanciering. Ook zijn er Excel-modellen te vinden om geautomatiseerd financiële plannen en -analyses te maken.

Deel 4 *De financiële markten*

De bepaling van de toekomstige kasstromen en de verwerking hiervan in financiële overzichten stond in de eerste vier hoofdstukken centraal. Daarbij was de disconteringsvoet gegeven. Met de bespreking van de producten die op financiële markten worden aangeboden (hoofdstuk 5, 6 en 7) wordt een begin gemaakt met de berekening van de disconteringsvoet.

Deel 5 *Financieringstheorie met als doel te komen tot de bepaling van de disconteringsvoet*

In deel 4 zijn de producten beschreven. In deel 5 (hoofdstuk 8 en 9) staan de theorieën over de werking van de financiële markten en de optimale vermogensstructuur centraal. Ook komen de inzichten vanuit *behavioral finance* aan bod.

Deel 6 *Financieel risicobeheer*

Het gebruik van derivaten als mogelijkheid om risico's te beheersen, is de kern van het onderdeel financieel risicobeheer. Hoofdstuk 10 beschrijft de kenmerken en het gebruik van aandelenopties als opmaat naar het rente- en valutarisicobeheer, besproken in respectievelijk hoofdstuk 11 en hoofdstuk 12. De praktijk is als uitgangspunt genomen.

Deel 7 *Bedrijfswaardering*

In het laatste hoofdstuk 13 worden alle in de vorige hoofdstukken genoemde methoden en technieken gebruikt om de verschillende manieren te illustreren waarmee in de praktijk een bedrijf financieel gewaardeerd wordt in het kader van fusies en overnames.

Het boek bestaat uit zeven min of meer los van elkaar te bestuderen onderdelen van het vakgebied. 'Min of meer los', omdat methoden, technieken en inzichten uit een reeds beschreven onderdeel in een ander onderdeel als bekend worden verondersteld. Dat maakt het bestuderen van de lesstof in onderdelen lastig. Het leest niet fijn als je steeds voor een onderdeel naar een ander hoofdstuk wordt verwezen. Vandaar dat ik ervoor gekozen heb bepaalde onderdelen en formules op meerdere plaatsen in het boek (soms identiek, soms beknopter) te beschrijven. Dat geeft dubbelingen. Dat is geen 'fout' of onzorgvuldigheid, maar een bewuste keuze om het zoeken in het boek ('Hoe zat het ook alweer?') te beperken.

Een belangrijk onderdeel van studeren is oefenen. Het boek zelf bevat geen opgaven. Oefenopgaven en de uitwerkingen ervan zijn te vinden op de website, net als de beschrijving van onderwerpen die wel relevant zijn voor het vak financiering, maar het gedrukte boek net niet gehaald hebben. Ook staan daar voorstellen van projectbeschrijvingen die studenten in stages of als onderdeel van hun studie kunnen uitvoeren. Het doel hiervan is om een brug te slaan tussen theorie en praktijk.

Het gebruik van wiskunde is in het boek geminimaliseerd. Het vak financiering is een vak vol met formules en afleidingen. Het voordeel hiervan is dat je met een simpele formule een heel verhaal kunt vertellen. Het nadeel is dat het soms enige moeite kost om het verhaal achter de formule te zien. Op de website is in de vorm van een Word-bestand een uitgebreid formuleblad opgenomen.

Op de markt zijn goede voorbeelden van Excel-modellen te vinden in de vorm van eenvoudige boekhoudmodellen, automatische forecasts voor investeringsanalyses (berekening toekomstige vrije kasstromen), financieel management (bepalen van de verwachte vermogensbehoefte bij ongewijzigd werkkapitaal beheer), bedrijfsanalyse (de kengetallen) en de

waardering van bedrijven (DCF-methode), inclusief de berekening van de vermogenskostenvoet. Op de website vind je per hoofdstuk Excel-bestanden die voor dit hoofdstuk relevant zijn en die hebben gediend als ondersteuning bij de toelichting op de lesstof in de vorm van voorbeelden. In de tekst wordt naar voorbeelden van Excel-modellen verwezen die op de site te vinden zijn.

Het gedachteloos invullen van getallen in Excel-modellen geeft weliswaar een fraai resultaat in de vorm van financiële overzichten en grafieken, maar voor de interpretatie ervan is het wel nodig om de verbanden te doorzien tussen de grootheden, de financiële overzichten en grafieken. Mijn ervaring is dat je deze verbanden pas gaat doorzien als je zelf of in groepen samenwerkt en oefent in het zelf maken van modellen in Excel. Het geeft een goed gevoel als er na dagen puzzelen aansluiting is tussen een begin- en eindbalans, de resultatenrekening en het kasstroomoverzicht. Ook 'spelen' met kengetallen, die invloed hebben op de forecasts, is leuker met zelfgemaakte modellen. De aanbeveling is dan ook: ga voor het oplossen van oefenopgaven (indien relevant) en cases zelf aan de gang met een leeg Excel-sheet.

Treasury management en de financiële overzichten

In dit hoofdstuk geven we antwoord op de volgende vragen:

- Wat wordt verstaan onder financieel management?
- Wat is de rol van de treasurer?
- Hoe moet de treasuryfunctie worden ingericht?
- Welke financiële overzichten gebruikt en stelt de financieel professional op?
 - Hoe ziet de hoofdindeling en structuur van een balans eruit?
 - Wat is de relatie tussen balans, winst-en-verliesrekening en kasstroomoverzicht?
 - Hoe wordt een kasstroomoverzicht opgesteld?

1

1.1	De financiële functie	19
1.2	Treasury management	26
1.3	Financiële overzichten	32

OPENINGSCASUS | Veel verandert – maar niet alles

In een interview met *Controllers Magazine* (oktober 2024) vertelt Marco Banning, CFO van beveiligingscamerabedrijf KOOI, over zijn rol en de ontwikkeling van de financiële functie. Toen hij vijf jaar geleden begon, was het bedrijf sterk gegroeid maar organisatorisch nog niet volgroeid. Zijn focus lag op het opbouwen van een solide interne structuur: IT-systemen, processen en managementtrappages. Volgens Banning verschuift de rol van finance richting datamanagement. Administratieve processen worden geautomatiseerd, waardoor er ruimte ontstaat voor analyse van zowel financiële als niet-financiële gegevens, zoals gegevens over duurzaamheid en afvalscheiding. Deze moeten worden geïntegreerd in de planning- en controlcyclus. Daarom noemt hij zichzelf inmiddels 'Chief Value Officer': bedrijven moeten hun waarde voor mens, milieu en maatschappij zichtbaar maken. Deze visie sluit aan bij het beroepsbeeld van de Vereniging van Registercontrollers (VRC), waarin staat dat de competenties en verantwoordelijkheden van financiële professionals veranderen als gevolg van

technologische en maatschappelijke ontwikkelingen. De VRC benadrukt dat finance in toenemende mate andere afdelingen ondersteunt met data-analyse en scenarioplanning. CFO's en controllers moeten ook externe belanghebbenden begrijpen en meenemen in hun beleid, waarbij thema's als duurzaamheid, transparantie en integriteit centraal staan.

Ook voor accountants verandert er veel. In 2023 stelde de minister van Financiën een expertgroep aan om het beroepsprofiel van de accountant te herzien. De opleiding moet worden aangepast aan de snel veranderende werkomgeving. Zowel de controller als de accountant staan dus onder druk om steeds nieuwe kennis en vaardigheden te verwerven. De vraag is of er door de jaren heen ook onderdelen in de uitvoering van het beroep zijn die niet wezenlijk veranderen. Zijn er inzichten, methoden en technieken die, ondanks de snelle veranderingen in de omgeving, nog steeds gelden? Wat verstaan we precies onder 'de financiële functie' van een organisatie? Waarschijnlijk vult iedere organisatie die functie naar eigen inzicht in.



1.1 De financiële functie

Voor elke organisatie is het belangrijk dat de huidige en toekomstige verwachte geldstromen op peil blijven en zodanig worden beheerd dat het bedrijf kan blijven bestaan. Het gaat dus niet alleen om de huidige geldstromen van de organisatie, die het resultaat zijn van besluiten uit het verleden, maar ook om de toekomstige kasstromen. De topleiding van de organisatie houdt zich bezig met de strategie van de organisatie en dat betekent dat zij nu besluiten neemt die invloed hebben op de kasstromen in de toekomst. Het is de taak van de controller in een organisatie om ervoor te waken dat er ook in de toekomst voldoende ontvangsten zijn om de uitgaven te kunnen betalen. Het gaat dus om de beheersing van de geldstromen en daarmee de financiële gezondheid van de organisatie. De beheersing van de geldstromen bestaat voornamelijk het in kaart brengen van financiële feiten van de organisatie. Denk daarbij aan de productie, opslag, distributie en verkoop van diensten en producten, en aan alles wat te maken heeft met de financiering van de organisatie (zoals het aantrekken van leningen, betalen van rente en het aflossen van de aangetrokken leningen). Kortom: het voeren van een administratie.

Controller

Beheersing

Voor de beheersing van de geldstromen is het niet alleen belangrijk dat je weet van wie je nog geld krijgt en aan wie je nog moet betalen, maar ook hoe je de uitgaven kunt beheersen. Een voorbeeld hiervan is het vertalen van bedrijfsplannen in een budget, zodat managers, in geld uitgedrukt, weten wat van hen wordt verwacht. Daarbij hoort ook het in kaart brengen van risico's bij de uitvoering van de plannen en het voorstellen van maatregelen die je kunt treffen als deze risico's zich daadwerkelijk voordoen. Dit heet het uitvoeren van risicomanagement. Door plannen met de uitvoering te vergelijken kun je inschatten of er in de toekomst, bij uitblijven van maatregelen, problemen ontstaan. Van de controller wordt verwacht dat hij informatie levert op basis waarvan de bedrijfsleiding toekomstige problemen of geweldige tijden op tijd kan zien aankomen. Naast het leveren van de informatie wordt ook van de controller ook verwacht dat hij in slechtere tijden met kostenbesparende mogelijkheden komt of met ideeën voor efficiencyverbeteringen.

Risico-
management

Dit zijn allemaal activiteiten die te maken hebben met het heden of met de kortere termijn. Maar van de controller wordt ook verwacht dat hij de leiding helpt met het vertalen van mogelijkheden en plannen naar geldstromen bij het nemen van besluiten op langere termijn. Een voorbeeld hiervan is de vraag hoe een investeringsplan uit zal pakken en hoe het bedrag dat nodig is voor de uitvoering van de investeringen verkregen kan worden, oftewel: hoe financieren we de investering? Om geldverstrekkers te overtuigen hun geld uit te lenen of als mede-eigenaar mee te doen in de investering, is het aan de controller (met ondersteuning van de accountant) om de juiste informatie over het bedrijf (waaronder ook financiële informatie) te verzamelen en beschikbaar te stellen. Bovenstaande voorbeelden zijn

Besluiten op
langere termijn

activiteiten die de controller als uitvoerder van de financiële functie in een organisatie uitvoert.

Eenvoudig gezegd bestaat de uitoefening van de financiële functie (het werk van de controller) in een organisatie dus uit:

Informatie-
voorziening

1. de organisatie(inrichting) van de *informatievoorziening*: het verzamelen, bewerken en beoordelen van gegevens om uiteindelijk (financiële) informatie te verstrekken om de prestaties van het bedrijf te monitoren, dan wel derden te informeren over de prestaties van het bedrijf

Beslissings-
ondersteuning

2. het helpen van de organisatie bij het nemen van beslissingen, oftewel *beslissingsondersteuning*

1.1.1 Technologische ontwikkelingen

De uitvoering van de financiële functie is in de loop der tijd sterk veranderd. In het verleden lag de nadruk vooral op het registreren van transacties (de boekhouding) en veel minder op het genereren van betrouwbare informatie op basis waarvan beslissingen genomen worden. Het verwerken van de dagelijkse financiële transacties noemen we het operationele niveau, dat als gevolg van de steeds verder oprukkende *digitalisering* sterk geautomatiseerd is. Digitalisering kun je omschrijven als de overgang van verwerking en opslag van gegevens op papier (= analoge opslag) naar verwerking en opslag op de computer (= digitale opslag). Deze omschrijving is het nauwe begrip van digitalisering. In de meer uitgebreide betekenis kun je digitalisering zien als een instrument dat maatschappelijke en organisatorische ontwikkelingen in gang zet. Denk aan door computers mogelijk gemaakte technologische ontwikkelingen met grote gevolgen voor maatschappij en organisaties. Voorbeelden van technologische ontwikkelingen die grote invloed hebben of zullen krijgen op het werk van de controller zijn:

Betrouwbare
informatie

Digitalisering

Analoge opslag
Digitale opslag

- het algemene gebruik van Artificiële Intelligentie (AI) in verschillende toepassingen
- data-analyse
- robotisering van processen (*Robotic Proces Automation, RPA*)
- blockchain-technologie

Robotic Proces
Automation

De invloed van ICT op het werk

Onderzoekers over de gehele wereld vragen zich af wat de invloed is van ICT (informatie- en communicatietechnologie) op het werk. In 2018 heeft PWC een rapport gepubliceerd waarin onder meer de volgende vragen worden gesteld:

We moeten antwoord geven op de grootste vragen van onze tijd als het gaat om de toekomst van werk. Welke invloed heeft de stroom aan technologische ontwikkelingen, van automatisering en kunstmatige intelligentie (AI), op de plek

waar we werken en op hoe we werken? Is het nog wel nodig om te werken? Wat wordt onze functie in een geautomatiseerde wereld?

Veel analisten richten zich op technologie en de rol die de automatisering zal hebben op banen en op de werkomgeving. Wij denken dat het antwoord op de vragen veel gecompliceerder is. Dat het minder over technologische innovatie gaat en meer over hoe mensen beslissen die technologie te gebruiken. De toekomst van werk zal het resultaat zijn van vele complexe, wisselende en tegengestelde krachten. Wetten en regels, de flexibilisering van arbeid, de push en pull tussen mens en machine en de algemene ontwikkeling van het sentiment van consumenten, burgers en arbeiders hebben invloed op de werkomgeving van de toekomst.

Tabel 1.1 De invloed van IT op het werk

Assisted Intelligence	Augmented Intelligence	Automated Intelligence
<i>Vandaag</i>	<i>Morgen</i>	<i>Toekomst</i>
Automatiseren van repetitieve, gestandaardiseerde of tijdrovende taken en toepassen van assisted intelligence.	Ingrijpende wijziging in de aard van werk. Mens en machine werken samen bij het nemen van beslissingen.	Adaptieve 'continuous intelligence'-systemen nemen besluitvorming over.
Toenemende vraag naar STEM-vaardigheden (Science, Technology, Engineering and Mathematics) om nieuwe technologische ecosystemen te bouwen.	Unieke menselijke eigenschappen – emotionele intelligentie, creativiteit, overtuigingskracht en innovatie – krijgen meer waarde.	De toekomst van menselijk werk staat ter discussie.

Bron: PWC, De toekomst van werk 2030. Een wake-upcall voor organisaties, burgers en overheid, mei 2018

In een in 2022 uitgevoerd onderzoek door de Afdeling Arbeidsmarktinformatie en -advies van het UWV schrijven de onderzoekers:

Drie op de tien werkgevers verwachten dat functies de komende vijf jaar sterk zullen veranderen, bijvoorbeeld doordat taken die nu door mensen worden uitgevoerd in de toekomst worden overgenomen door computers, machines en robots of doordat er taken bijkomen of andere vaardigheden nodig zijn. Werkgevers met honderd of meer werknemers hebben deze verwachting vaker dan kleinere werkgevers. Ook zijn er verschillen tussen sectoren. Werkgevers in het openbaar bestuur (zoals rijksoverheid, provincies en gemeenten) denken vaker (55%) dan werkgevers in andere sectoren dat functies sterk gaan veranderen als gevolg van technologische ontwikkelingen. De grotere gemiddelde omvang van werkgevers in deze sector speelt hierbij mogelijk ook een rol. Ook werkgevers in het onderwijs verwachten vaker dan gemiddeld dat functies de komende vijf jaar door technologische ontwikkelingen sterk zullen veranderen. De digitalisering van

het onderwijs, waaronder digitale lesmiddelen en afstandsonderwijs, is versneld door de coronacrisis.

Bron: UWV, Invloed technologische ontwikkelingen op functies: ervaringen en verwachtingen werkgevers, 2022

1.1.2 Maatschappelijke ontwikkelingen

Lineaire
economie

Circulaire
economie

Technologische ontwikkelingen hebben dus grote invloed op maatschappelijke ontwikkelingen. In de maatschappij en ook in organisaties zien we bovendien discussie ontstaan over duurzaamheid en de wens om stappen te zetten van een *lineaire economie* naar een *circulaire economie*.



In een lineaire economie halen bedrijven grondstoffen uit de natuur en verwerken deze tot producten die na gebruik worden weggegooid. In een circulaire economie worden producten gemaakt zonder dat er sprake is van afval: de grondstoffen in het product worden na gebruik volledig teruggewonnen.

Meervoudige
waardecreatie

Maximale
aandeelhouders-
waarde

Het idee dat bedrijven moeten streven naar *meervoudige waardecreatie* in plaats van naar *maximale aandeelhouderswaarde* gaat nog een stap verder. Het streven naar meervoudige waardecreatie houdt in dat bedrijven alleen die besluiten moeten nemen waarbij er sprake is van zowel financiële waarde (= winst) en sociale waarde (= leef- en werkomstandigheden van mensen) als van ecologische waarde (= gevolgen voor milieu en klimaat). Het zou er dus niet meer alleen maar om moeten gaan om zoveel mogelijk waarde (winst) voor de aandeelhouders te creëren. Alhoewel er al veel gepubliceerd is over het idee van meervoudige waardecreatie, staat het toepassen ervan in de praktijk nog voor veel organisaties in de kinderschoenen.

Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)	Maatschappelijke ontwikkelingen worden uiteindelijk geformaliseerd in wet- en regelgeving. Zo is bijvoorbeeld in de EU in 2022 de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) ingevoerd. Naast de beursgenoteerde bedrijven, die nu al moeten rapporteren over de gevolgen van hun activiteiten op het gebied van milieu, sociaal gebied en governance (de zogenoemde ESG-criteria), moeten ook andere grote organisaties (vanaf 2025) en het MKB (vanaf 2026) inzicht geven over hun impact op de aarde, mensheid en goed bestuur.
ESG-criteria	CSRD heeft gevolgen voor de financiële functie van bedrijven. Controllers zijn vertrouwd met het vastleggen van financiële feiten en het hierover rapporteren. Met het van kracht worden van CSRD moeten bedrijven investeren in het verzamelen van gegevens en rapporteren over zaken die vanuit het verleden niet in de systemen zijn vastgelegd. Aangezien controllers ervaring hebben in de inrichting van systemen gericht op de vastlegging van data en de rapportage hierover, is het de verwachting dat deze taak onderdeel wordt van de financiële functie van de organisatie. En gelet op de andere taak van de controller, het bieden van ondersteuning bij het nemen van besluiten, is het de verwachting dat de controller steeds meer gevraagd wordt bij die ondersteuning uit te gaan van het idee van meervoudige waardecreatie en niet meer van alleen de financiële gevolgen.

1.1.3 De controller

Technologische en maatschappelijke ontwikkelingen hebben, zoals we zagen, invloed op de invulling van de financiële functie van de organisatie en daarmee op de werkzaamheden van de uitvoerder van de financiële functie: de controller. De verwachting is dat als gevolg van technologische ontwikkelingen het aandeel van activiteiten als transactieverwerking en rapportering in het takenpakket van de controller afneemt. Het belang van werkzaamheden als *meten*, *analyseren* (mogelijk gemaakt door data-analyse op basis van big data) en *beheersen van risico's* (taken op tactisch niveau), en het meedenken als *business partner* over de ontwikkeling van de organisatie op strategisch niveau, neemt in de uitvoering van de financiële functie juist toe.

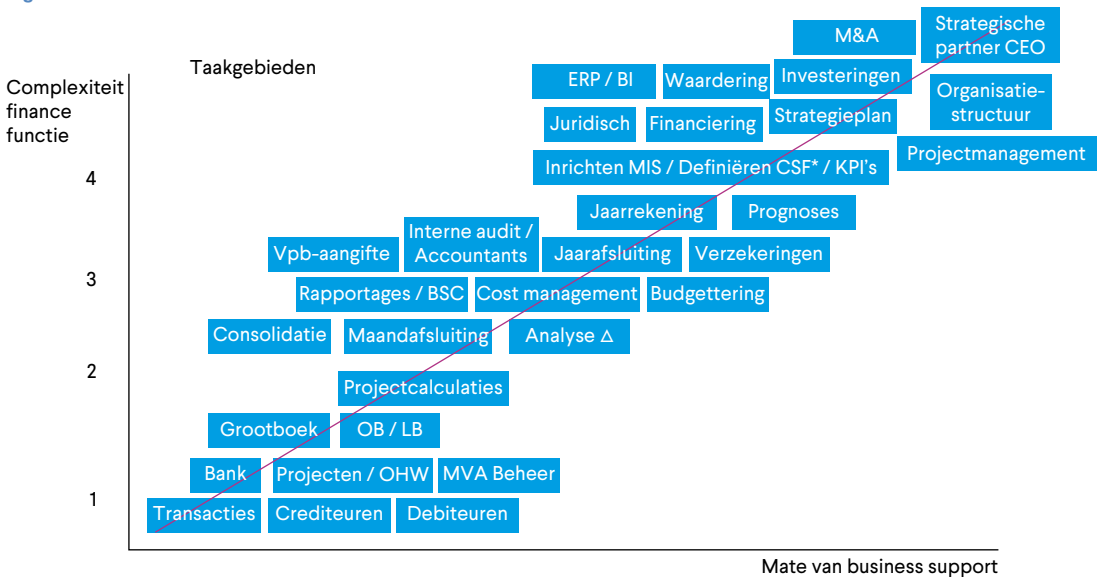
Controller	Voordat je als controller de rechterhand bent geworden van de voorzitter van de raad van bestuur van een multinational in de rol van Chief Financial Officer (de man of vrouw die verantwoordelijk is voor de financiën), heb je een hele carrière doorgemaakt. Een gebruikelijk carrièrepad is van financial controller via managerial controller naar business controller. De <i>financial controller</i> houdt zich vooral bezig met processen rondom de primaire vastlegging van financiële feiten en rapporteert daarover naar het management of de managerial controller. De <i>managerial controller</i> ontwerpt kritische prestatie-indicatoren en maakt overzichten die kunnen dienen als input bij
Financial controller	
Managerial controller	

de beoordeling van bedrijven of bij beslissingen. De *business controller* kent de organisatie en is de rechterhand van de directie of maakt zelfs deel uit van de directie.

In het algemeen geformuleerd: de controller is betrokken bij het vastleggen van financiële gegevens, maar hij houdt zich ook bezig met het zodanig bewerken van gegevens, dat financiële analyses gemaakt kunnen worden. De controller is medeverantwoordelijk voor het ontwerpen en inrichten van werkprocessen en informatiesystemen. Een voorbeeld van zo'n proces is de inrichting van de Planning & Control-cyclus. Bij de inrichting van de processen heeft de controller oog voor risico's door deze in kaart te brengen en maatregelen te bedenken en in te voeren om ze te beperken. Een voorbeeld hiervan is het zodanig inrichten van processen dat er functiescheiding ontstaat. Deze voorbeelden hebben vooral betrekking op operationeel en tactisch niveau. Op strategisch niveau houdt de controller zich bezig met het leveren van bijdragen aan de ontwikkeling van businesscases op basis waarvan beslissingen genomen kunnen worden.

In figuur 1.1 staan de taken en onderwerpen van de controller, opgesteld vanuit de operationele werkzaamheden (verrichten van transacties) naar de meer strategische activiteiten zoals het meedenken over de strategie, overname en acquisitie en investeringen.

Figuur 1.1 Overzicht van taken van de controller



Figuur 1.1 laat een ontwikkeling van het carrièrepad van een controller zien. Beroepsorganisaties zoals de Vereniging voor Registercontrollers (VRC) en de Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA) buigen zich continu over de veranderende rol en werkzaamheden van de

controller in een dynamische wereld. De verwachting is dat een controller vooral van waarde voor de organisatie is als hij of zij een toegevoegde waarde kan leveren op tactisch en strategisch niveau. In tabel 1.2 worden de rollen en kerngebieden van de financiële functie waarmee de controller bezig is op operationeel-, tactisch- en strategisch niveau weergegeven.

Tabel 1.2 Rollen en kerngebieden van de financiële functie

Kerngebied → Rol ↓	Strategisch Management	Prestatie Management	Finance Operations & Reporting	Governance, Risk & Compliance
Waardecreatie: Adviserend/ beslissings-ondersteunend (strategisch en tactisch niveau)	Strategisch niveau <ul style="list-style-type: none"> • portfolio, overname en (des-) investeringsbeslissingen • prijs-, markt- en klantstrategie 	Tactisch niveau <ul style="list-style-type: none"> • kapitaalinvestering • werkkapitaal management • verhogen effectiviteit en efficiency organisatie 	<ul style="list-style-type: none"> • benodigde financiële en niet-financiële informatie voor het management 	<ul style="list-style-type: none"> • governance • risicomanagement en regelgeving
Primair financieel administratief proces (operationeel niveau)	<ul style="list-style-type: none"> • financierings- en belastingstrategie • analyses en scenario's 	<ul style="list-style-type: none"> • effectief management control systeem, zoals begrotingen en forecasts • speciale finance & treasuryactiviteiten • analyses en scenario's 	<ul style="list-style-type: none"> • verzorgen van interne en externe rapportages • organiseren van de effectiviteit en efficiency van de administratieve processen • analyses en scenario's 	<ul style="list-style-type: none"> • effectief intern beheersingsraamwerk • implementatie, toepassing en controle op de juiste toepassing van wet- en regelgeving binnen de organisatie

Tabel 1.2 laat zien waar controllers zich mee bezighouden. Het idee is dat de controller niet alleen bezig moet zijn met operationele zaken, maar vooral ook een bijdrage moet leveren op tactisch en strategisch niveau. Op die terreinen kan de controller namelijk waarde creëren. Natuurlijk moet de informatievoorziening op operationeel niveau in orde zijn. De organisatie moet erop kunnen vertrouwen dat de cijfers kloppen (*trusting the numbers*). In de praktijk zijn veel controllers toch nog vooral bezig met het op orde krijgen en houden van de financiële informatie. Zoals al aangegeven betekent de wens om te komen tot een circulaire economie en/of meervoudige waardecreatie, dat de controller de persoon is die zorgt voor betrouwbare gewenste dan wel vereiste niet-financiële informatie (conform CSDR). Het liefst efficiënt en effectief. Dus geautomatiseerd. Mede hierdoor lijkt het erop dat, alhoewel veel controllers in organisaties op strategisch niveau willen meedoen, ze relatief nog veel tijd besteden aan de dagelijkse gang van zaken. In het MKB komt daar nog bij dat alle genoemde activiteiten die behoren tot de financiële functie, uitgevoerd worden door een klein team. De controller is daar de alleskunner. Als er extra kennis nodig is, maakt men gebruik van externe specialisten zoals een consultant of accountant. Multinationals hebben een complexere organisatie en meer volume en kunnen daardoor experts in dienst nemen voor het vervullen van de taken. Een voorbeeld van zo'n expert is de treasurer.

1.2 Treasury management

Vermogens-
behoefte

Wijze van
financiering

Een startende ondernemer die een droom wil realiseren, begint met het maken van een ondernemingsplan. In het ondernemingsplan beschrijft de ondernemer onder andere wat hij van plan is (het gat in de markt) en hoe hij denkt het plan te kunnen realiseren. Een vast onderdeel van het ondernemingsplan is het vaststellen van de vermogensbehoefte (de investeringsbeslissing). Stap twee in het proces is het nadenken over de wijze waarop de vermogensbehoefte gefinancierd kan worden. Beide onderdelen, het vaststellen van de vermogensbehoefte en de wijze van financieren (resulterend in de oprichtingsbalans), maken deel uit van het vakgebied financiering. Na de start van de onderneming moet de creditzijde van de balans (de vermogensstructuur) beheerd worden. In het kleinbedrijf gebeurt dat automatisch als een ondernemer nieuwe investeringsplannen heeft en naar de bank gaat voor een herziening van de financiering. In het grootbedrijf kan dat de taak zijn van een specialist, vaak een oud-bankier, de treasurer. In Nederland bevordert de beroepsvereniging voor Corporate Treasurers (DACT – Dutch Association of Corporate Treasurers) de professionele ontwikkeling van de leden en biedt een netwerk voor deze professionals voor de uitwisseling van informatie en verdieping van kennis.

Treasury
management

De belangrijkste taak van de treasurer is het creëren en in stand houden van financiële randvoorwaarden voor de ontwikkeling van het kernbedrijf en de doelstellingen van organisaties.

Een organisatie gaat failliet als er geen (eigen of vreemd) geld is om aan de financiële verplichtingen te kunnen voldoen. Het is primair de taak van de treasurer om de in- en uitgaande geldstromen (huidige en verwachte) in kaart te brengen en te beheersen. De treasurer is daarmee de rechterhand van de CFO als het gaat om het beheren en monitoren van de balans van de organisatie. De treasurer maakt liquiditeitsprognoses om inzicht te krijgen in de toekomstige kasstromen, maakt duidelijk welke uitwerking de kasstromen hebben op de balans, beheert de bankrekeningen en gaat op zoek naar financiering als uit de prognoses blijkt dat er behoefte is aan extra geld. Ook draagt hij bij aan het vormgeven van het rente- en valutarisicobeleid om problemen te voorkomen, als bijvoorbeeld de Amerikaanse dollar ineens veel in waarde stijgt of daalt. Treasurers onderhouden contacten met banken, investeringsmaatschappijen en andere geldverstrekkers, om, indien nodig, de vermogensstructuur (de creditzijde van de balans) aan te kunnen passen. De aard van de werkzaamheden van de treasurer maakt dat deze functie meer extern dan intern gericht is. De treasurer wordt dan ook in een vroeg stadium betrokken bij investeringsplannen, zodat de financiering ervan later geen problemen oplevert. Aangezien treasurers alles weten over geld, houden ze zich binnen de organisatie ook bezig met pensioenen, verzekeringen en duurzaamheid, en adviseren ze de CEO en CFO over het

dividendbeleid van de organisatie. Bij elkaar een heel breed takenpakket. Om enige structuur in de werkzaamheden aan te brengen, onderscheidt de DACT de volgende drie aandachtsgebieden:

- *Corporate Finance Management* (zorgdragen voor verkrijging en handhaving van toegang tot de vermogensmarkt (*Investor Relations* en *Corporate Finance*))
- *Treasury Operations* (optimaliseren van de financiële logistiek (cash-management))
- *Financial Risk Management* (beschermen van vermogen en resultaat tegen financiële risico's (Krediet-, Valuta- en Renterisicobeheer))

In figuur 1.2 staat het werkerterrein van de treasurer in schemavorm zoals te vinden op de website van de DACT.

Werkkapitaal-
beheer

In iedere organisatie worden activiteiten uitgevoerd die behoren tot het werkerterrein van de treasurer. Iedere organisatie verricht betalingen, doet aan werkkapitaalbeheer en heeft te maken met risico's als gevolg van ontwikkelingen op de kapitaalmarkt. Een kenmerk van een aantal van deze activiteiten is dat een bedrijf met een relatief kleine hoeveelheid geld enorme posities kan innemen. In het vak Internal Control & Accounting Information Systems (ICAIS) is de verbandscontrole (de geldbeweging is tegengesteld aan de goederenbeweging) misschien wel het belangrijkste handvat om vast te stellen of de omzetverantwoording klopt. Treasurers hebben wel te maken met geldstromen, maar zelden met goederenstromen. Dit betekent dat er andere maatregelen genomen moeten worden om te voorkomen dat treasurers ongecontroleerd hun werk doen. Voor organisaties is het van belang om de werkzaamheden van de treasurer zodanig in te richten (bijvoorbeeld door een onderscheid te maken in een backoffice en een frontoffice) dat debacles worden voorkomen. Het is in de geschiedenis echter regelmatig voorgekomen dat personen die op een treasuryafdeling werkten bedrijven in grote problemen brachten doordat regels, gebaseerd op het principe van functiescheiding en waaraan ze zich zouden moeten houden, niet goed genoeg bleken te zijn. Het is ook regelmatig voorgekomen dat de regels te gemakkelijk te omzeilen bleken te zijn. Een gouden regel is dan ook dat je als organisatie in goed overleg en op basis van controllers de acties van de treasurer volgt.

Backoffice
Frontoffice

Figuur 1.2 Overzicht van werkzaamheden van de treasurer op basis van de omschrijving van de beroepsvereniging DACT (2025)

Corporate Finance Management	Treasury Operations	Financial Risk Management
Balansmanagement (focus op de creditzijde van de balans) en optimaliseren van de vermogenskosten (wacc)	Cash & Liquiditeitenmanagement (Money Market Funds, CP, Repo's)	Beheer Liquiditeitsrisico
Langetermijnschuldfinanciering, inclusief het opzetten en gebruikmaken van relevante fundingsprogramma's en raamwerkovereenkomsten	Valutamanagement	Beheer Rente- en Valutarisico's
Eigenvermogenfinanciering, inclusief mezzanine/hybride financiering	Bankrekeningenbeheer en Cashflow Forecasting	Beheer Tegenpartij Risico's
Inter-companyfinanciering, waaronder het opzetten van cash pools	Beheer Zakelijke Zekerheden	Beheer Commodity Risico's
Herfinanciering, inclusief dividendbeleid	Relevante management-rapportages	Relevante managementrapportages
Creditrating, beleid en uitvoering	Ontwikkeling beleid op bovenstaande onderdelen	Analyse, ontwikkeling en invulling regelgeving en beleid op bovenstaande onderdelen
Bank en debt investor relatiemanagement, beleid en uitvoering	Cashflow Forecasting	Treasury Information Systems
Relevante management-rapportages	Werkkapitaalbeheer	Treasury Control/ Bedrijfsbrede kredietrisico's
Ontwikkeling van beleid op bovenstaande onderdelen	Data-analyse	Verzekeringen
Investor Relation (beleid en uitvoering)	Cyber Security	Enterprise Risk Management
Ondersteuning bij het kopen, verkopen en combineren van verschillende bedrijven	Treasury Information Systems	Compliance
Supply Chain Finance	Treasury Control	Pensioenen

VOORBEELD | Miljardenfraude

Iedere keer weer wordt de wereld opgeschrikt door berichten over fraude. Een berucht voorbeeld van fraude, mede mogelijk gemaakt door het ontbreken en slecht functioneren van interne controles, van chaotische financiële rapportages en van het laten verdwijnen van miljarden aan activa is de in november 2022 omgevallen cryptobeurs FTX in de Verenigde Staten. De aanhangers van crypto's houden van vrijheid en hebben weinig vertrouwen in banken. Ze vertrouwen hun 'munt' en de

handel erin. Een crypto is gebaseerd op een blockchain en de handel hierin zou volledig veilig moeten zijn. De crypto-liefhebbers zijn dan ook wars van toezicht op de handel in crypto's, maar de vraag is of dat niet een te naïeve gedachte is. Ook de cryptohandel is uiteindelijk gedeeltelijk mensenwerk.

fd.nl | 23 december 2022 (aangepast)

FTX-oprichter Bankman-Fried gearresteerd en aangeklaagd voor fraude

Sam Bankman-Fried, oprichter van de omgevallen cryptobeurs FTX, is op de Bahama's gearresteerd op verzoek van de VS. Hij wordt aangeklaagd voor fraude, witwassen en het misleiden van investeerders. De Amerikaanse beursautoriteit SEC beschuldigt hem ervan miljarden dollars van klanten te hebben gebruikt om verliezen van zijn handelshuis Alameda Research te dekken. Investeerders, die \$ 1,8 miljard in FTX stopten, verkeerden in de veronderstelling dat het bedrijf financieel gezond was. Na het faillissement van FTX bleek dat het bedrijf een tekort van bijna \$ 10 miljard had. De financiën waren chaotisch; miljoenen dollars werden gebruikt voor privédoeleinden, waaronder luxe vakantiehuizen voor werknemers. Meer dan een miljoen klanten zijn getroffen, waaronder mogelijk tienduizenden Nederlanders.

Bankman-Fried ontkent de beschuldigingen en beweert weinig zicht te hebben gehad op de activiteiten van Alameda, ondanks dat hij eigenaar en oprichter was. Hij riskeert een lange gevangenisstraf als de aanklachten bewezen worden.

Noot van de auteur: uiteindelijk is Sam Bankman-Fried in maart 2024 tot 25 jaar gevangenisstraf veroordeeld.

Doelstelling van treasury management

Risicominimalisatie

Winstkansen

Treasury management zou moeten beginnen met de beginselen van algemeen management. Dit betekent dat de ondernemingsleiding eerst de doelstelling van treasury management moet beschrijven. Moet de treasurer bijvoorbeeld vooral de financiële risico's van een bedrijf op het moment dat ze ontstaan afdekken (risicominimalisatie) of moet de treasurer vooral profiteren van winstkansen (en dus ook de kans op een debacle op de koop toenemen)? De tweede stap is het inrichten van een organisatie en het benoemen van de informatiestromen.

Treasurystatuut

Na het inrichten van de organisatie en de bijbehorende informatiestromen worden de instrumenten die de treasurer mag gebruiken, benoemd. De doelen, organisatie, afspraken en instrumenten worden in een treasurystatuut vastgelegd. Anders geformuleerd: het treasurystatuut is de basis voor het treasurybeleid en daarmee voor alle handelingen die door de treasuryfunctie worden verricht. Ook de kaders waarbinnen de activiteiten

uitgevoerd worden (bijvoorbeeld het benoemen van het maximale bedrag (een limiet) waarin per dag of per periode door een medewerker gehandeld mag worden), worden in het statuut vastgelegd.

In Nederland zijn gemeenten (*Wet financiering decentrale overheden* (Wet fido)) verplicht een treasurystatuut te hebben. Daarnaast zijn de overige op interne controle gerichte elementen ook van toepassing op de beheersing van de treasuryfunctie.

Denk daarbij aan het ontwerpen en formuleren van:

- een organisatiestructuur (taken en verantwoordelijkheden moeten zodanig verdeeld zijn dat deze passen binnen de vereiste functiescheiding – het eerdergenoemde onderscheid in back- en frontoffice)
- een ethische code, waarin het management uitdrukkelijk kiest voor integriteit
- functieprofielen waardoor werknemers duidelijkheid krijgen over taken en verantwoordelijkheden en ten slotte een duidelijk personeelsbeleid gericht op het aantrekken en behouden van goede medewerkers

Ethische code

VOORBEELD | **Treasurystatuut Gemeente in West-Brabant**

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1 Algemene Bepalingen

Hoofdstuk 2. Treasurybeleid

Artikel 2. Doelstellingen van de treasuryfunctie

1. Het verkrijgen en handhaven van duurzame toegang tot financiële markten tegen acceptabele voorwaarden en onder vermindering van ongewenste risico's.
2. Het beschermen van het gemeentelijke vermogen en de (rente)-resultaten tegen ongewenste financiële risico's zoals renterisico's, kredietrisico's, liquiditeitsrisico's en eventuele valutarisico's.
3. Het minimaliseren van de interne verwerkingskosten en externe kosten bij het beheren van de geldstromen en financiële posities.
4. Het optimaliseren van de renteresultaten binnen de kaders van de Wet fido en binnen de bepalingen van dit treasurystatuut.
5. De gemeente kan altijd aan haar lopende verplichtingen voldoen.

Hoofdstuk 3 Risicobeheer

Artikel 4. Uitgangspunten risicobeheer

Met betrekking tot risicobeheer gelden de volgende algemene uitgangspunten:

1. De gemeente kan middelen uitzetten uit hoofde van de treasuryfunctie indien deze uitzettingen een prudent karakter hebben en niet zijn gericht op het genereren van inkomen door het lopen van overmatig risico. Het prudente karakter van deze uitzettingen wordt gewaarborgd middels de richtlijnen en limieten van dit treasurystatuut.

2. Het gebruik van derivaten is toegestaan, maar deze worden uitsluitend toegepast ter beperking van financiële risico's. Alvorens een derivatentransactie wordt afgesloten wint de gemeente het advies in van een externe adviseur en vraagt het college de raad om een zienswijze.
3. De gemeente beperkt haar interne liquiditeitsrisico's door haar treasuryactiviteiten te baseren op een kortetermijnliquiditeitsplanning (looptijd tot één jaar), alsmede een meerjarige liquiditeitsplanning die aansluit op het meerjareninvesteringsprogramma.
4. Valutarisico's worden uitgesloten door uitsluitend leningen te verstrekken, aan te gaan of te garanderen in euro's.

Hoofdstuk 4 Financiering

Hoofdstuk 5 Kasbeheer

Hoofdstuk 6 Administratieve Organisatie en Beheersing

Artikel 15. Uitgangspunten administratieve organisatie en interne beheersing

In het kader van de treasuryfunctie gelden de volgende algemene uitgangspunten op het gebied van administratieve organisatie en interne controle:

1. De verantwoordelijkheden en bevoegdheden van treasuryactiviteiten zijn op eenduidige wijze schriftelijk vastgelegd.
2. Bevoegdheden zijn via delegatie en mandaat vastgelegd.
3. Bij de uit te voeren treasuryactiviteiten is functiescheiding doorgevoerd met als belangrijkste voorwaarden:
 - a. iedere transactie wordt door minimaal twee functionarissen uitgevoerd (het vier-ogen-principe);
 - b. de uitvoering en controle geschieden door afzonderlijke functionarissen;
 - c. de uitvoering en registratie in de financiële administratie geschiedt door afzonderlijke functionarissen;
 - d. de transacties worden onmiddellijk geregistreerd door de functionaris die de transactie heeft afgesloten en gecontroleerd door de functionaris die belast is met de interne controle.

Bron: Overheid.nl

De inhoudelijke kant van het takenpakket van de treasurer behoort tot het vakgebied financieel management, oftewel de inhoud van dit boek. De onderwerpen in dit boek volgen in grote lijnen de indeling in werkzaamheden van de treasurer zoals weergegeven in figuur 1.2:

- 1 Corporate Finance (ook wel de lange kant van de balans genoemd)
 - de investeringsbeslissing
 - beschrijving van de vermogensvormen
 - bepaling van de optimale vermogensstructuur

- 2 Treasury Operations: Werkkapitaalbeheer en cashmanagement (de korte kant van de balans)
 - financiële overzichten en financiële planning
 - voorraad- en debiteurenbeheer
 - cashmanagement
- 3 Financial Risk Management

In dit boek bespreken we vooral de kenmerken en ontwikkelingen op financiële markten waarmee organisaties en met name treasurers te maken krijgen. Daarnaast gaan we in op technieken, producten en denkbeelden die de treasurer (en in het mkb de controller) ter beschikking staan om zijn werkzaamheden en de daarbij behorende beslissingen verantwoord te kunnen uitvoeren.

1.3 Financiële overzichten

1.3.1 Belang van financiële overzichten

De belangrijkste taak van de treasurer is, eenvoudig gezegd, ervoor zorgen dat er altijd voldoende geld is om aan de verplichtingen te kunnen voldoen. Om die taak uit te kunnen voeren, is het van belang dat je weet hoeveel geld je op de bankrekeningen hebt staan en inzicht hebt in de te verwachten ontvangsten en uitgaven op korte en langere termijn. Om overzicht en inzicht te krijgen in de financiën van een organisatie heb je de volgende financiële overzichten nodig:

- de balans
- de resultatenrekening
- het kasstroomoverzicht
- de liquiditeitsbegroting

Om als controller of treasurer je werk te kunnen doen, moet je niet alleen de genoemde financiële overzichten kunnen opstellen, maar ook de verbanden tussen de posten op deze overzichten doorzien. Je moet begrijpen wat je moet doen als posten op de financiële overzichten afwijken van wat je wilt en doorzien wat de gevolgen zijn van beslissingen met betrekking tot deze posten. Het verwarrende is dat opstellen van de overzichten verschillende functies heeft. Je kunt ze gebruiken om verantwoording af te leggen (terugkijken, zoals je doet met het opstellen van de jaarrekening), de organisatie te beheersen (regelmatig monitoren van de posten en ingrijpen als het de verkeerde kant opgaat) en als ondersteuning bij het nemen van beslissingen (vooruitkijken, zoals de investeringsbeslissing).

1.3.2 Balans

Balans	<p>Ieder overzicht heeft zijn eigen kenmerken. Zo is de <i>balans</i> een schematisch overzicht van bezittingen en de wijze waarop deze bezittingen in de vorm van schulden en eigen vermogen zijn gefinancierd.</p>
Voorraad-grootheden	<p>De balans bevat voorraadgrootheden. Dat zijn posten waarvan je op ieder moment precies de waarde kunt vaststellen door de hoeveelheden op dat moment te tellen en te koppelen aan de dan geldende prijs. Voorraadgrootheden kun je als het ware vasthouden. Voorbeelden van voorraadgrootheden zijn panden, machines, de inventaris, goederen, maar ook de hoeveelheid vorderingen (wat heb je op dat moment van wie tegoed) en de schulden (aan wie moet je op dat moment hoeveel betalen).</p>
Vaste activa	<p>Het is gebruikelijk om de posten op de balans onder te brengen in categorieën, waarbij de looptijd van de post het criterium is. Bij de activa wordt onderscheid gemaakt in:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>vaste activa</i> (in het Engels: <i>non-current assets</i>). Dit zijn de bezittingen van een organisatie die langer dan één productieproces meegaan. Ze bestaan uit: <ul style="list-style-type: none"> – materiële vaste activa (bezittingen die langer dan één productieproces meegaan en die je kunt zien en vastpakken zoals grond, gebouwen, machines, installaties en (kantoor)inventaris) – immateriële vaste activa of, in het Engels: <i>intangible assets</i> (traceerbare, niet fysieke zaken die voor de organisatie of derden een waarde hebben en van belang zijn voor de kernactiviteiten van het bedrijf (productie of de handel in goederen of diensten), zoals auteursrechten, licenties, patenten en octrooien, software, domeinnamen, kwekersrechten in de landbouw, handelsnamen en het boekhoudkundige begrip goodwill (dat is het verschil tussen het bedrag dat een organisatie heeft betaald voor een bedrijf of bedrijfsonderdeel en de vervangingswaarde van de activa die bij de koop zijn verkregen) – financiële vaste activa (voor meer dan een jaar 'tijdelijk overbodig' geld vastgelegd in een beleggingsportefeuille (aandelen en obligaties))
Vlottende activa	<ul style="list-style-type: none"> • <i>vlottende activa</i> of, in het Engels, <i>current assets</i>. Dit zijn alle bezittingen die binnen één jaar of één productieproces worden verbruikt en binnen het jaar van de balans verdwijnen.

Vermogensverstrekkers laten bij de beoordeling van de prestaties van een organisatie de financiële vaste activa buiten beschouwing. De redenering is als volgt: een bedrijf verdient zijn geld met het maken van producten, de handel in producten of het leveren van diensten. Deze productie komt tot stand door de vaste activa (zoals bijvoorbeeld vastgoed, machines en rechten) te gebruiken in combinatie met de inzet van arbeid. De waarde van

deze output in relatie tot de waarde van het verbruik en gebruik van activa en arbeid is een indicatie voor de winstgevendheid van het bedrijf. Met de post financiële activa laat je zien dat er een beleggingsportefeuille is, dus geld, maar dat deze waarde niet wordt gebruikt of verbruikt in de productie van het bedrijf. In plaats van het aanhouden van een beleggingsportefeuille had je bijvoorbeeld ook de aandeelhouders een uitkering kunnen geven of schulden kunnen aflossen. Overigens moet je de post effecten die onder het kopje financiële vaste activa staat, niet verwarren met de post effecten die je kunt tegenkomen onder het kopje vlottende activa. Deze laatste post effecten bestaat uit op heel korte termijn tijdelijk belegd vermogen. In plaats van het geld even op een bankrekening te laten staan, is het tijdelijk ergens anders gestald. Het moet wel de bedoeling zijn om dat geld op korte termijn weer te gebruiken voor de uitvoering van de bedrijfsactiviteiten. Eigenlijk zou je ze liquide middelen willen noemen, maar ze zijn niet zo liquide als geld op een bankrekening waar je dagelijks over kunt beschikken.

Ook aan de creditzijde (passiva) worden de posten ingedeeld naar de looptijd. De twee hoofdcategorieën zijn het eigen vermogen en het vreemd vermogen.

- | | |
|-----------------|--|
| Eigen vermogen | <ul style="list-style-type: none"> • <i>Eigen vermogen</i> (in het Engels: <i>equity</i>). Dit is vermogen dat voor onbepaalde tijd aan de onderneming voor de financiering van activa (en de daarmee verbonden activiteiten) ter beschikking is gesteld. |
| Vreemd vermogen | <ul style="list-style-type: none"> • <i>Vreemd vermogen</i> (in het Engels: <i>liabilities</i>). Dit bestaat uit vermogen dat tijdelijk door vermogensverschaffers aan de onderneming is verstrekt. |

- | | |
|---------------|--|
| Voorzieningen | <p>Het belangrijkste kenmerk van vreemd vermogen is dat het uiteindelijk leidt tot een verplichte (terug)betaling. Je zou vreemd vermogen dan ook gelijk kunnen stellen met schuld. Echter, de post <i>Voorzieningen</i> die op de creditzijde van de balans komt, valt wel onder het vreemd vermogen, maar is geen schuld. Vanuit bedrijfseconomisch perspectief getuigt het van goed koopmanschap om in je bedrijfsvoering rekening te houden met uitgaven in de toekomst waarvan je weet dat ze komen, maar waarvan je niet weet hoe hoog ze precies zullen zijn en ook niet wanneer je ze precies moet doen. Denk aan mogelijke tegenvallers of aan uitgaven die je op termijn moet doen en die je nu al ziet aankomen (zoals claims). Vandaar dat veel bedrijven met de post <i>Voorzieningen</i> op de balans laten zien dat ze nu al met dergelijke toekomstige uitgaven rekening houden.</p> |
| Voorzieningen | |

- | | |
|-------------------------|---|
| Schuld op lange termijn | <p>Om inzicht te krijgen in de financiële positie van een bedrijf wordt onderscheid gemaakt in schulden op lange termijn en schulden op korte termijn. Een <i>schuld op lange termijn</i> is vreemd vermogen dat voor langer dan één jaar ter beschikking is gesteld aan de schuldenaar. Een voorbeeld is een hypotheeklening. Als de schuld binnen het jaar moet worden afgelost, valt</p> |
|-------------------------|---|

Schulden op
korte termijn

hij onder de *schulden op korte termijn*. Voorbeelden van schulden op korte termijn zijn:

- crediteuren (de bedragen die je moet betalen voor goederen die je op krediet hebt gekocht)
- te betalen belastingen
- te betalen dividend
- aflossingen op leningen die binnen een jaar moeten worden betaald
- het 'rood' staan bij de bank (een negatief bedrag op het rekening-courantkrediet)

Om inzicht te krijgen in de verbanden tussen de balans, resultatenrekening en het kasstroomoverzicht, is het gebruikelijk om onderscheid te maken in *geïnduceerd* en *autonoom* vermogen.

Geïnduceerd
vermogen

Het aanhouden van voorraden, het op krediet verkopen van de voorraden, het na afloop van een jaar betalen van belastingen, het vooraf of juist later betalen van verzekeringspremies (overlopende activa/passiva) of het leveren van diensten dan wel het inkopen van goederen of diensten op krediet, behoren tot de normale bedrijfsactiviteiten. Deze manier van werken heeft als bijwerking dat de onderneming door goederen op krediet te kopen of de belastingaanslag later te betalen als het ware gratis krediet krijgt. De leveranciers en de Belastingdienst zijn zonder dat ze dat misschien zelf beseffen door gewoontes vermogensverschaffers geworden. Deze vorm van automatische financiering wordt het geïnduceerd vermogen genoemd. Gedurende het jaar wordt er in een normale situatie door het bedrijf winst gemaakt. Op het moment dat de goederen worden verkocht en zijn betaald, is de winst gerealiseerd. Zolang deze behaalde winst niet wordt uitgekeerd, wordt ze toegevoegd aan de reserves. Ook het inhouden van winst is een vorm van geïnduceerd vermogen (het vermogen wordt automatisch door de bedrijfsuitoefening aan de ondernemer ter beschikking gesteld). Een bijzondere vorm van geïnduceerd vermogen die je meestal niet terugziet op de balans, zijn de salarissen, die meestal aan het eind van de maand worden betaald aan de werknemers. Dat gebeurt achteraf en daarmee 'financieren' de werknemers het bedrijf. Gedurende de maand kan het bedrijf immers de opbrengsten van hun werk te gelde maken terwijl de werknemers pas achteraf worden betaald.

Geïnduceerd vermogen is het vermogen dat door het uitoefenen van de normale bedrijfsactiviteiten aan een organisatie door derden (vreemd vermogen) of door de eigenaars zelf (in de vorm van ingehouden winsten) ter beschikking wordt gesteld.

De beheersing van het geïnduceerd vermogen is, naast de beheersing van de voorraden en debiteuren (ook wel werkkapitaalbeheer genoemd) een belangrijk onderdeel van het vakgebied financieel management. Als

Autonoom
vermogen

de voorraden, debiteuren en crediteuren op de balans niet goed worden beheerd, dan heb je extra vermogen (bijvoorbeeld een banklening) nodig om aan je financiële verplichtingen te kunnen voldoen. Dit extra vermogen is het autonoom vermogen. Bekende vormen van autonoom vermogen zijn het eigen vermogen (door aandeelhouders of de ondernemer zelf ter beschikking gesteld als financiering van de onderneming) en (bank)leningen (alle bankleningen en dus ook het negatief saldo op het rekening-courantkrediet).

Autonoom vermogen is vermogen dat door derden aan de onderneming ter beschikking is gesteld op basis van een financieringscontract (zowel een kredietovereenkomst als een contract voor eigen vermogen).

Onderscheid
autonoom en
geïnduceerd
vermogen

Het onderscheid tussen autonoom en geïnduceerd vermogen is zeer belangrijk, omdat het in de Angelsaksische literatuur zeer gebruikelijk is bij de beoordeling van organisaties om het geïnduceerd vermogen in mindering te brengen op de vlottende activa. Voor de financiële beoordeling gaan analisten dus uit van een balans waarop aan de creditzijde alleen het autonoom vermogen (eigen vermogen en vreemd vermogen) staat.

Waar zet je de post *Te betalen dividend*?

Er bestaan twee soorten van geïnduceerd vermogen, namelijk:

- geïnduceerd vreemd vermogen
 - crediteuren
 - te betalen belastingen
 - overlopende passiva
- geïnduceerd eigen vermogen
 - reserves (ingehouden winsten)

Ook autonoom vermogen is te onderscheiden, te weten:

- autonoom eigen vermogen (het aandelenkapitaal en de agioreserve)
- autonoom vreemd vermogen (de verstrekte bankleningen)

Het onderscheid tussen geïnduceerd en autonoom vermogen lijkt op zich helder. Als er sprake is van een financieringscontract is het autonoom vermogen, als het vermogen automatisch door de bedrijfsactiviteiten wordt verkregen, is het geïnduceerd vermogen. Toch is er een post waarbij het niet duidelijk is of deze nu tot het geïnduceerd of autonoom vermogen moet worden gerekend. Dat is de post *Te betalen dividend*. Op het moment dat de ondernemer (of de Raad van Bestuur, in het geval van een beursgenoteerde nv) beslist om een gedeelte van de winst of de gehele winst uit te keren, ontstaat er een schuld van de organisatie aan de aandeelhouder. Op het moment van de toezegging dat er winst in de vorm van dividend wordt uitgekeerd, gaat de onderneming als het ware een 'financieel contract' met de aandeelhouders aan. Deze toezegging (het contract) is te vergelijken met een financieringscontract met de bank (een rekening-courantkrediet) en daardoor aan te merken

als autonoom vreemd vermogen (oftewel door derden bewust ter beschikking gesteld).

In plaats van de redenering hiervoor kun je ook verdedigen dat de belofte om dividend uit te keren een vorm van 'geïnduceerd eigen vermogen' is. Je hebt als bedrijf een belofte gedaan, maar zolang je nog geen dividend hebt uitgekeerd, kun je het geld nog voor andere zaken gebruiken. Het geld komt uit de winst en deze winst is het gevolg van de normale bedrijfsuitoefening en is daarom geïnduceerd eigen vermogen. Je kunt ook stellen dat het geïnduceerd vreemd vermogen is. Het bedrijf is een verplichting tot uitkering aangegaan en is daarmee 'schuldeiser' geworden. Het is vreemd vermogen.

Kortom, wat een heel eenvoudige scheiding lijkt (het is of a of b) is in de praktijk toch nog niet altijd gemakkelijk. Verschillende opvattingen blijven mogelijk. Het is dus van belang om met elkaar in gesprek te blijven om te achterhalen hoe de schijnbaar eenvoudige regels worden toegepast. Het gaat meer om de redenering dan om het uiteindelijke resultaat.

De balans van een productiebedrijf (in eenvoudige vorm) is weergegeven in figuur 1.3.

Figuur 1.3
Voorbeeld
balans

Voorbeeld indeling balans	
<p>Vaste activa</p> <p><i>Vaste materiële activa</i></p> <ul style="list-style-type: none"> grond gebouwen machines inventaris <p><i>Vaste immateriële activa</i></p> <ul style="list-style-type: none"> goodwill patenten <p><i>Financiële activa</i></p> <ul style="list-style-type: none"> effecten <p>Vlottende activa</p> <ul style="list-style-type: none"> voorraden onderhanden werk debiteuren effecten liquide middelen (kas & bank) <p>Totaal</p>	<p>Eigen vermogen</p> <ul style="list-style-type: none"> (aandelen)kapitaal reserves agio herwaardering winstreserve (ingehouden winsten) <p>Vreemd vermogen</p> <ul style="list-style-type: none"> voorzieningen langlopende schulden <p>Kortlopende schulden</p> <ul style="list-style-type: none"> (handels)crediteuren te betalen belastingen te betalen dividend overlopende passiva <p>Totaal</p>

Vanuit de wens om overal in de wereld de financiële cijfers van bedrijven snel met elkaar te kunnen vergelijken, zou je mogen verwachten dat de opbouw van een balans overal hetzelfde is. Dit is helaas niet altijd waar. In

de VS begint men bijvoorbeeld met de posten op korte termijn. Een balans in de Angelsaksische literatuur ziet eruit als weergegeven in figuur 1.4.

Figuur 1.4 Voorbeeld van een balans in de Angelsaksische literatuur

Balance Sheet – Sample Corp. Fiscal Year (FY)			
		31-12-20XX	31-12-20XX
Assets			Liabilities and Owners Equity
<i>Current Assets</i>			<i>Current Liabilities</i>
Cash	\$ 45.000		Long-Term Debt – 1 Yr
Marketable Securities	\$ 65.000		Notes Payable
Accounts Receivable	\$ 85.000		Accounts Payable
Notes Receivable	\$ 45.000		Taxes Payable
Inventories	\$ 85.000		Accrued Expenses
	<u>\$ 325.000</u>		Other Current Liabilities
Total Current Assets			
			Total Current Liabilities
<i>Long-Term Assets</i>			\$ 82.000
Land	\$ 85.000		<i>Long-Term Liabilities</i>
Buildings	\$ 100.000		Notes Payable
Machinery	\$ 30.000		Bonds Payable
– Accumulated Depreciation	(\$ 4.000)		Total Long-Term Liabilities
Net Tangible Assets	\$ 211.000		\$ 90.000
			<i>Other Liabilities</i>
<i>Intangible Assets</i>			Pension Obligations
Goodwill	\$ 15.000		Deferred Taxes
Patents	\$ 20.000		Minority Interest
Trademarks	\$ 15.500		Total Other Liabilities
Copyrights	\$ 24.000		<u>\$ 175.000</u>
			Total Liabilities
Total Intangible Assets	\$ 74.500		\$ 347.000
<i>Other Assets</i>			OWNERS' EQUITY
Investments	\$ 25.000		<i>Common Equity</i>
Deferred Charges	\$ 50.000		Common Stock
Total Other Assets	\$ 75.000		Capital Surplus
			Retained Earnings
Total Long-Term Assets	<u>\$ 360.500</u>		Total Common Equity
			<u>\$ 338.500</u>
			Total Owners' Equity
			<u>\$ 338.500</u>
			Total Liabilities and Owners' Equity
			\$ 685.500

1.3.3 De winst-en-verliesrekening (resultatenrekening, income statement)

Op de balans worden de voorraadgrootheden geboekt. De resultatenrekening bevat de registratie van de opbrengsten en kosten van de activiteiten. De opbrengsten en kosten zijn altijd gekoppeld aan een tijdsperiode,

Stroom- grootheden	vandaar dat op de resultatenrekening <i>stroomgrootheden</i> staan. Voorbeelden van stroomgrootheden zijn de omzet en de kosten. Achter de waarde van een stroomgrootheid moet je altijd vermelden op welke periode die betrekking heeft. Zo zegt een omzet van € 5.000 op zich niets. Je wilt weten over welke periode deze omzet is behaald. Je zegt dan ook de omzet <i>per maand</i> , de omzet <i>per kwartaal</i> of de omzet <i>per dag</i> . Dit geldt ook voor de kosten. Op de resultatenrekening die je in een jaarverslag kunt vinden, is de periode automatisch één jaar.
Staffelvorm	De meest gekozen vorm van een resultatenrekening is de staffelvorm. In een staffelvorm worden de opbrengsten (= omzet en overige opbrengsten) en kosten onder elkaar gezet.
Winst	De berekening van de winst in een periode is niet eenvoudig. Er zijn verschillende winstbegrippen en de berekening is niet eenduidig. Zo kennen we bijvoorbeeld het idee van het nominalisme, waarbij de winst gelijk is aan de vermogenstoename tussen begin en eind van de periode. Volgens een ander concept, het substantialisme, is er pas sprake van winst als de hoeveelheden (met name de handelsvoorraad) fysiek in waarde gelijk zijn gebleven. Ook horen tijdelijke of incidentele factoren buiten de winst te blijven.
Nominalisme	
Substantialisme	
	In de praktijk zijn er dan ook verschillende winstbegrippen in omloop. De meest bekende zijn:
Brutowinst	<ul style="list-style-type: none"> • brutowinst (wordt veel gebruikt in een handelsorganisatie en is het verschil tussen de omzet en de inkoopwaarde van de omzet)
Bedrijfsresultaat	<ul style="list-style-type: none"> • bedrijfsresultaat (het verschil tussen de omzet voortvloeiend uit de normale bedrijfsuitoefening en de aan de omzet toerekenbare operationele kosten)
Winst voor belastingen	<ul style="list-style-type: none"> • winst voor belastingen (het verschil tussen het bedrijfsresultaat, de incidentele opbrengsten en kosten en de financieringskosten)
Nettowinst na belastingen	<ul style="list-style-type: none"> • nettowinst na belastingen (het verschil tussen de winst voor belastingen en de over de behaalde winst te betalen belastingen)

De nettowinst na belastingen is de link tussen de balans en de resultatenrekening. In principe is de toename van het eigen vermogen (verschil tussen de waarde van het eigen vermogen eind- en beginbalans) gelijk aan de nettowinst na belastingen. In principe, omdat een gedeelte of de gehele nettowinst na belastingen als winstuitkering kan worden uitbetaald aan de eigenaren van de organisatie. Daarnaast kan het bedrijf in die periode ook eigen vermogen aantrekken (bijvoorbeeld via een aandelenemissie) of eigen vermogen 'aflossen' (bijvoorbeeld door de inkoop van eigen aandelen).

Volgens de Wet op de jaarrekening zijn er verschillende modellen die je kunt gebruiken voor het opstellen van de resultatenrekening. De meest bekende modellen zijn model E (categoriale winst-en-verliesrekening) en F (functionele winst-en-verliesrekening). (Zie figuur 1.5.)

Figuur 1.5 Model E en F van een resultatenrekening

Model E		Model F	
Netto-omzet	€	Netto-omzet	€
wijziging in voorraden gereed product en onderhanden werk	€	kostprijs van de omzet	€
geactiveerde productie voor het eigen bedrijf	€	Bruto-omzetresultaat	€
overige bedrijfsopbrengsten	€	verkoopkosten	€
Som der bedrijfsopbrengsten	€	algemene beheerkosten	€
kosten van grond- en hulpstoffen/ inkoop handelsgoederen	€	Som der kosten	€
kosten uitbestede werk en andere externe kosten	€	Netto-omzetresultaat (= bedrijfsresultaat = EBIT)	€
lonen en salarissen	€	overige bedrijfsopbrengsten	€
sociale lasten	€	opbrengst van vorderingen die tot de vaste activa behoren en van effecten	€
afschrijvingen op immateriële en materiële vaste activa	€	andere rentebaten en soortgelijke opbrengsten	€
overige waardeveranderingen van immateriële en materiële vaste activa	€	waardeveranderingen van vorderingen die tot de vaste activa behoren en van effecten	€
bijzondere waardevermindering van vlottende activa	€	rentelasten en soortgelijke kosten	€
overige bedrijfskosten	€	Resultaat voor belastingen	€
Som der bedrijfslasten	€	belastingen	€
Bedrijfsresultaat (= EBIT)	€	aandeel in winst/verlies van ondernemingen waarin wordt deelgenomen	€
opbrengst van vorderingen die tot de vaste activa behoren en van effecten	€	Resultaat na belastingen	€
andere rentebaten en soortgelijke opbrengsten	€		€
waardeveranderingen van vorderingen die tot de vaste activa behoren en van effecten	€		
rentelasten en soortgelijke kosten	€		
Resultaat voor belastingen (= nettowinst voor belastingen)	€		
belastingen	€		
aandeel in winst/verlies van ondernemingen waarin wordt deelgenomen	€		
Resultaat na belastingen (= nettowinst na belastingen)	€		

Voor de waardering van bedrijven is het bedrijfsresultaat een van de belangrijkste indicatoren. De term bedrijfsresultaat is ook bekend als EBIT (= *earnings before interest and taxes*), een begrip dat wereldwijd wordt

EBITDA

gebruikt. Vermogensverschaffers weten echter dat het winstbegrip niet eenduidig is. Een keer de afschrijvingen verhogen betekent bijvoorbeeld meteen een daling van de winst, terwijl er 'fysiek' niets gebeurt. Vandaar dat steeds vaker het begrip EBITDA (= *earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation*) wordt gebruikt als aanduiding van het financieel resultaat. Eenvoudig gezegd is EBITDA de optelsom van het bedrijfsresultaat en de afschrijvingen. Als reactie op deze twee begrippen zijn er bedrijven die zijn gekomen met creatieve aanvullingen op EBIT en EBITDA. Volgens de International Accounting Standards Board (IASB) is dat een ongewenste ontwikkeling. De organisatie presenteerde daarom in 2019 een voorstel om te komen tot een eenduidig winstbegrip. In 2024 resulteerde dat in een nieuwe internationale verslaggevingsregel: IFRS 18. Daarin staat dat het bedrijf het operationeel resultaat (*operating profit*), het resultaat voor financieringslasten en belasting (*profit before financing and income tax*) en de nettowinst (*profit for the year*) in de resultatenrekening expliciet moet aangeven.

IFRS 18

Op 9 april 2024 heeft de IASB een nieuwe standaard uitgegeven – IFRS 18, 'Presentatie en openbaarmaking in financiële overzichten' – als reactie op de zorgen van investeerders over de vergelijkbaarheid en transparantie van de financiële overzichten van organisaties. Het doel van IFRS 18 is te komen met een eenduidige definitie van de 'operationele winst of verlies' om de financiële prestaties van de verschillende organisaties onderling vergelijkbaar en daarmee transparant te maken. IFRS 18 moet voor het eerst in boekjaar 2027 in werking treden, maar van bedrijven mag worden verwacht dat ze al eerder de overgang naar de nieuwe presentatie van de resultaten maken.

De belangrijkste wijziging is dat in IFRS 18 een eenduidige structuur voor de resultatenrekening wordt gebruikt, waarbij de volgende categorieën en subtotalen worden onderscheiden:

- operationeel
- beleggingen
- financiering
- inkomstenbelasting
- gestaakte activiteiten

Volgens IFRS 18 moeten bedrijven in hun jaarverslag alleen nog maar de subtotalen 'operationele winst of verlies', 'winst of verlies' en 'winst of verlies voor financiering en inkomstenbelastingen' presenteren.

Kenmerkend voor de nieuwe regelgeving is dat in de presentatie van de resultaten heel duidelijk onderscheid wordt gemaakt tussen de resultaten voortvloeiend uit de normale bedrijfsuitoefening en de overige resultaten. In schemavorm:

Figuur 1.6 Voorbeeld opzet resultatenrekening volgens IFRS 18

Illustratieve winst-en-verliesrekening voor een onderneming niet zijnde bank of verzekeraar

Onderdeel		Categorie
Opbrengst uit verkopen	X	Operating
Inkoopwaarde verkochte goederen	(X)	
Brutowinst	X	
Verkoopkosten	(X)	
Algemene en administratieve kosten	(X)	
Research en ontwikkelingskosten	(X)	
Operationeel resultaat (operating profit)	X	Vereist sub totaal
Het aandeel in de winst van geassocieerde deelnemingen en joint ventures, verwerkt volgens de vermogensmutatiemethode	X	Investing
Ontvangen rente uit beleggingen	X	
Resultaat voor financiering en inkomstenbelasting	X	Vereist sub totaal
Betaalde rente op opgenomen leningen	(X)	Financing
Betaalde rente op overige verplichtingen	(X)	
Resultaat voor inkomstenbelasting	X	Belasting
Inkomstenbelasting (in Nederland meestal vennootschapsbelasting)	(X)	
Resultaat uit reguliere, doorlopende kernactiviteiten (profit from continuing operations)	X	
Verlies uit hoofde van gestaakte activiteiten (loss from discontinued operations)	(X)	Gestaakte activiteiten
Nettowinst	X	

Een bedrijf als ASLM presenteerde haar resultatenrekening al in 2023 in de geest van IFRS 18 (zie figuur 1.7).

Figuur 1.7 Voorbeeld van een resultatenrekening (ASLM 2023 en 2024)

CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME – €. In millions)	Dec. 31, 2021	Dec. 31, 2022	Dec. 31, 2023	Dec. 31, 2024
Net system sales	13,652.8	15,430.3	21,938.6	21,768.7
Net service and field option sales	4,958.2	5,743.1	5,619.9	6,494.2
Total net sales	18,611.0	21,173.4	27,558.5	28,262.9
Cist of system sales	(6,482.9)	(7,582.3)	(10,151.0)	(10,406.9)
Cost of services and field option sales	(2,319.1)	(2,891.0)	(3,271.4)	(3,364.0)
Total cost of sales	(8,802.0)	(10,473.3)	(13,422.4)	(13,770.9)
Gross profit	9,809.0	10,700.1	14,136.1	14,492.0
Research and development costs	(2,547.0)	(3,253.5)	(3,980.8)	(4,303.7)
Selling, General and Administrative Costs	(725.6)	(945.9)	(1,113.2)	(1,165.7)
Other Income	213.7			
Income from operations (= EBIT)	6,750.1	6,500.7	9,042.3	9,022.6
Interest and other	(44.6)	(44.6)	41.2	19.8
Income before income taxes	6,705.5	6,456.1	9,083.5	9,042.4
Income tax expense	(1,021.4)	(969.9)	(1,435.8)	(1,680.6)
Income after income taxes	5,694.1	5,486.2	7,647.7	7,361.8
Profit from equity method investments	199.1	138.0	191.3	209.8
Net income	5,883.2	5,624.2	7,839.0	7,571.6

1.3.4 Het verband tussen balans, resultatenrekening en kasstroomoverzicht

Opbrengsten en kosten	<p>De balans is een momentopname. Een balans met een publicatiedatum van 31 december geeft een overzicht van bezittingen, het eigen vermogen en de schulden op dat moment. De resultatenrekening bevat stroom-grootheden gebaseerd op het begrippenpaar <i>opbrengsten en kosten</i> met de nettowinst na belastingen als resultaat. In een ideale situatie zou je een eindbalans kunnen opmaken door posten op de resultatenrekening te koppelen aan de posten op de beginbalans. Zo is er een rechtstreeks verband tussen de beginbalans, de resultatenrekening en eindbalans met de nettowinst na belastingen. Zonder andere wijzigingen is het eigen vermogen aan het eind van het jaar gelijk aan het eigen vermogen aan het begin van het jaar plus de nettowinst na belastingen. Een ander verband tussen de balans en de resultatenrekening is de post vaste activa. Zo is, zonder andere wijzigingen, de waarde van de vaste activa aan het eind van het jaar gelijk aan de beginwaarde minus de afschrijvingen.</p>
Ontvangsten en uitgaven	<p>Daarmee houdt het directe verband tussen de posten op begin-, eindbalans en resultatenrekening wel op. De inhoud van de bankrekening aan het eind van het jaar is de inhoud van de bankrekening aan het begin van het jaar plus alle ontvangsten minus de gedane uitgaven. De post liquide middelen is gebaseerd op het begrippenpaar <i>ontvangsten en uitgaven</i>. Ontvangsten zijn niet gelijk aan opbrengsten en kosten zijn niet gelijk aan uitgaven.</p>
Verkopen op rekening	<p>Transacties waarbij verschil tussen opbrengsten en ontvangsten optreedt, zijn de 'verkopen op rekening'. Als een afnemer (de debiteur) goederen geleverd krijgt met een factuur waarop staat dat de klant de goederen over een maand moet betalen, dan wordt de transactie als omzet (= opbrengst) geboekt. Op dat moment ontvangt het bedrijf nog geen geld. Vandaar dat de vordering op de balans onder de post <i>Debiteuren</i> wordt geboekt. Op het moment dat de klant de rekening betaalt, zie je dat aan de bankrekening een bedrag wordt toegevoegd (de post <i>Bank op de balans</i> neemt toe) en dat een bedrag op de post <i>Debiteuren</i> wordt afgeboekt (de post <i>Debiteuren</i> op de balans neemt af). Evenzo kopen ondernemingen in op rekening bij leveranciers en wachten ze met betalen totdat de toegestane betalingstermijn is verstreken. De onderneming heeft de goederen in bezit, maar tegelijkertijd een betalingsverplichting aan de leverancier. Deze betalingsverplichting wordt op de balanspost <i>Crediteuren</i> geboekt, maar zolang er niet betaald wordt, heeft het geen effect op het banksaldo van de onderneming.</p>
Debiteuren	
Betalingsverplichting	
Crediteuren	
Herwaardering	<p>Daarnaast zijn er waardeveranderingen van balansposten die het eigen vermogen beïnvloeden, maar niet het banksaldo. Een voorbeeld hiervan is de herwaardering van activa. Als de grond die een bedrijf in eigendom heeft in waarde daalt als gevolg van economische omstandigheden (bijvoorbeeld een economische crisis), dan is het gebruikelijk om deze waardevermindering ten laste van de algemene reserve te boeken. Het bedrijf wordt op papier armer, terwijl deze afboeking met geen enkele kasstroom gepaard is gegaan.</p>

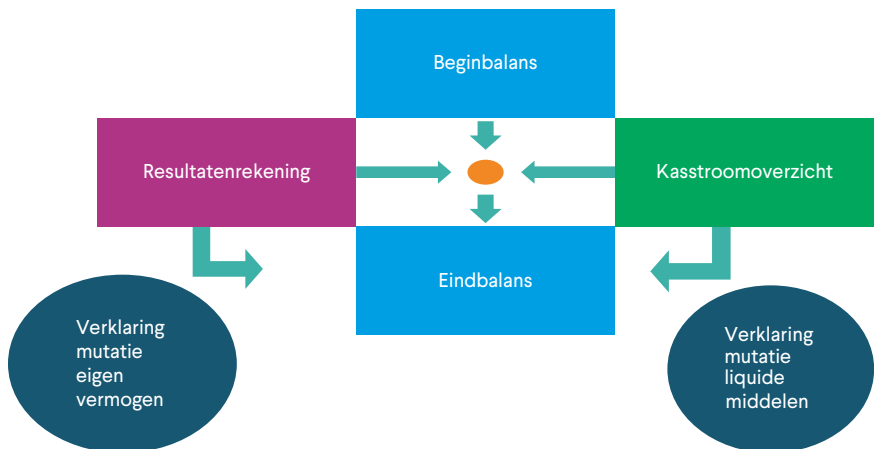
Het standaardvoorbeeld van een kostenpost op de resultatenrekening die geen uitgaven vormt, zijn de afschrijvingskosten. De betaling van een investering, bijvoorbeeld een machine, is een uitgave. Met het gebruik van de machine treedt er waardevermindering op (de afschrijving), die op de resultatenrekening tot uiting komt, maar met het gebruik zelf verdwijnt er geen geld van de bankrekening.

Om de aansluiting tussen begin- en eindbalans te kunnen maken is er naast de resultatenrekening een derde financieel overzicht nodig: het kasstroomoverzicht.

Een kasstroomoverzicht is een systematische weergave van alle ontvangsten en uitgaven – de kasstromen – van de onderneming in een periode.

Door de informatie uit de beginbalans, de resultatenrekening en het kasstroomoverzicht te combineren is de eindbalans op te maken zoals weergegeven in figuur 1.8.

Figuur 1.8
Verband tussen
beginbalans,
resultaten-
rekening en
kasstroom



In de praktijk wordt het verband tussen balans, resultatenrekening en kasstroomoverzicht op twee manieren gebruikt. De eerste, boekhoudkundige manier, is achteraf terugkijkend en behelst daarmee een controle van hoe de cijfers tot stand zijn gekomen. Zo krijg je door de informatie van de drie overzichten te combineren inzicht in de financiële prestaties van de organisatie. De winst van een bedrijf kun je zien in de resultatenrekening. Om te beoordelen of een bedrijf genoeg geld heeft om zijn rekeningen te betalen, kun je kijken in de balans (hier zie je hoeveel een bedrijf moet betalen) en in het kasstroomoverzicht. In het kasstroomoverzicht kun je lezen hoeveel geld er binnenkomt en uitgaat, en het geeft een idee of er per saldo genoeg geld binnenkomt om aan de betalingsverplichtingen te kunnen voldoen.

Forecasting

Naast terugkijken worden de overzichten ook gebruikt om vooruit te kijken, als startpunt van de uitvoering van financieel management. Dit noemen we forecasting. Je berekent dan de gevolgen voor de posten op de balans, de resultatenrekening en het kasstroomoverzicht van plannen die je als onderneming hebt. Dat doe je door enerzijds te bepalen wat je nodig hebt om je plannen uit te voeren (de vermogensbehoefte), blijkend uit veranderingen in de debetzijde van de balans, en anderzijds de verwachte opbrengsten en kosten in kaart te brengen die horen bij het uitvoeren van de plannen (een voorgerecalculeerde resultatenrekening) en de verwachte ontvangsten en uitgaven (een voorgerecalculeerd kasstroomoverzicht). Als uit de forecasting blijkt dat de verwachte ontvangsten lager zijn dan de uitgaven, kan dat reden zijn om over te gaan tot externe financiering, bijvoorbeeld in de vorm van het afsluiten van een lening.

1.3.5 Het opstellen van een kasstroomoverzicht

De uitkomst van een compleet kasstroomoverzicht is de verklaring van de verandering (= mutatie) van de post *Liquide middelen* (tegenwoordig weergegeven in het banksaldo). In lijn met de richtlijnen van de International Accounting Standard voor de jaarrekening mogen ondernemingen zeer courante effecten (effecten die op zeer korte termijn en zonder al te veel kosten in geld kunnen worden omgezet) rekenen tot de post *Liquide middelen* op de balans.

Een kasstroomoverzicht bestaat altijd uit de volgende drie categorieën kasstromen:

1. kasstroom uit operationele activiteiten
Deze kasstroom bevat alle ontvangsten en uitgaven die voortvloeien uit de dagelijkse activiteiten van de organisatie. Denk hierbij aan de ontvangsten uit verkoop van goederen en diensten en de uitgaven die je moet doen om de verkoop mogelijk te maken, zoals de betalingen voor de grond- en hulpstoffen of de handelsgoederen, de logistiek, de marketing, de administratie, kostprijsverhogende belastingen en het personeel.
2. kasstroom uit investeringsactiviteiten
Deze categorie betreft de betalingen aan leveranciers van vaste activa en de ontvangsten van de verkoop van gebouwen, machines en inventaris die het bedrijf niet meer nodig heeft.
3. kasstroom uit financieringsactiviteiten
Kasstromen uit financieringsactiviteiten zijn de betalingen aan de vermogensverschaffers in de vorm van aflossingen op leningen, rente en een winstuitkering. Het aantrekken van vermogen (zoals het aantrekken van een lening of het uitgeven van aandelen) vind je terug als een ontvangst in deze categorie.

Het opstellen van een kasstroomoverzicht kan op twee manieren:

- 1 de directe methode
- 2 de indirecte methode

Kasstroomoverzicht volgens de directe methode

Bij het opstellen van het kasstroomoverzicht volgens de directe methode worden, simpel gezegd, alle bankafschriften en kastransacties van de onderneming bij elkaar geveegd. Vervolgens worden deze ontvangsten naar hun herkomst of categorie bij elkaar gezet, zoals ontvangsten uit verkoop en ontvangen rente. Ook worden alle uitgaven categoriaal geordend, zoals betaalde lonen en betalingen voor ingekochte goederen. Zie figuur 1.9 voor een voorbeeld.

Figuur 1.9 Voorbeeld van een kasstroomoverzicht (Sligro 2023 en 2024) opgesteld volgens de directe methode

Geconsolideerd kasstroomoverzicht Sligro Food Group

× € miljoen	2024	2023	2022	2021
Ontvangsten van afnemers	3303	3.260	2.739	2.162
Ontvangsten uit overige bedrijfsopbrengsten	0	1	1	3
	3303	3.261	2.740	2.165
Betalingen aan leveranciers	-2.834	-2.728	-2.308	-1.802
Betalingen aan werknemers	-175	-159	-132	-128
Betalingen aan de overheid en pensioenfondsen	-181	-222	-200	-164
	-3190	-3.109	-2.640	-2.094
Netto kasstroom uit bedrijfsoperaties	113	152	100	71
Betaalde rente	-11	-9	-3	-2
Ontvangen dividenden uit deelnemingen	3	8	6	5
Ontvangen (betaalde) winstbelasting	-8	-9	-12	-1
	97	142	91	73
Netto kasstroom uit operationele activiteiten				
Acquisities van dochterondernemingen	-9	-44	0	0
Opbrengsten uit de verkoop van dochterondernemingen	0	0	0	0
Aankoop van materiële vaste activa	-42	-64	-40	-21
Opbrengsten uit de verkoop van materiële vaste activa	20	8	1	7
Aankoop van immateriële activa	-10	-19	-21	-23
Aankoop van belangen in en verstrekte leningen aan geassocieerde deelnemingen	0	0	0	0
Opbrengsten uit de verkoop van belangen in en aflossingen door geassocieerde deelnemingen	0	0	18	2
	-41	-119	-41	-35
Netto kasstroom uit investeringsactiviteiten				
Opname van langlopende leningen	90	161	0	0
Aflossing van langlopende leningen	-50	-100	-20	0
Mutatie eigen aandelen	-1	1	1	1
Betaalde leaseverplichtingen	-36	-33	-25	-23
Betaald dividend	-13	-24	-13	0
	-10	5	-57	-22
Netto kasstroom uit financieringsactiviteiten				
Mutatie geldmiddelen, kasequivalenten en kortlopende leningen	46	28	-7	16
Stand begin boekjaar	32	4	11	-5
Stand ultimo boekjaar	78	32	4	11

Bron: Jaarverslag Sligro 2023 en 2024

Kasstroomoverzicht volgens de indirecte methode

Het kasstroomoverzicht volgens de indirecte methode wordt opgesteld op basis van de begin- en eindbalans en de resultatenrekening, waarbij de posten in de resultatenrekening worden gecorrigeerd. De uitkomst van het kasstroomoverzicht is de mutatie van de post *Liquide middelen*. Eenvoudig geredeneerd zou de winst gelijk moeten zijn aan de mutatie liquide middelen, omdat de winst het saldo is van de omzet (als indicatie voor de ontvangsten) en de kosten (als indicatie voor de uitgaven). In de praktijk is dat meestal niet zo. De resultatenrekening is opgebouwd op basis van de opbrengsten en de kosten. De mutatie liquide middelen is het verschil tussen de ontvangsten en uitgaven. Dat betekent dat de posten uit de resultatenrekening moeten worden gecorrigeerd om er ontvangsten en uitgaven van te maken. Daarnaast moet je rekening houden met andere ontvangsten en uitgaven die niet uit de resultatenrekening, maar uit de balans blijken. Voorbeelden hiervan zijn de investeringen en desinvesteringen (= het buiten gebruik stellen en verkopen van bestaande vaste activa) en aflossingen dan wel het aantrekken van vermogen.

Om gestructureerd de vertaling van opbrengsten/kosten naar ontvangsten en uitgaven te maken en rekening te houden met de verschillende bronnen van ontvangsten/uitgaven wordt in het kasstroomoverzicht onderscheid gemaakt in de eerder genoemde drie vormen van kasstromen:

1. kasstroom uit operationele activiteiten
2. kasstroom uit investeringsactiviteiten
3. kasstroom uit financieringsactiviteiten

Per kasstroom geven we hierna aan hoe je vanuit de begin-, eindbalans en de resultatenrekening tot het bedrag komt.

Kasstroom uit operationele activiteiten (kasstroom op operatiebasis of operationele kasstroom)

De kasstroom uit operationele activiteiten geeft aan welk bedrag de normale bedrijfsuitoefening in de gekozen periode uiteindelijk heeft opgeleverd. De normale bedrijfsuitoefening bestaat voor een productiebedrijf uit de inkoop van grond- en hulpstoffen, de productie en de verkoop van de goederen. De uitvoering van deze activiteiten is te meten in termen van ontvangsten (de betaling van de verkochte goederen door de debiteuren) en uitgaven (de betaling van de bedrijfskosten gerelateerd aan de productie en verkoop van de goederen). Voor de beoordeling van de prestaties van de normale bedrijfsuitoefening door vermogensverstrekkers maakt het niet uit hoe deze bedrijfsactiviteiten zijn gefinancierd. Vandaar dat de rentelasten geen onderdeel zijn van de kasstroom uit operationele activiteiten.

Kasstroom op
operatiebasis

Operationele
kasstroom

Andere namen voor de term kasstroom uit operationele activiteiten die exact hetzelfde betekenen zijn de *kasstroom op operatiebasis* of *operationele kasstroom*.

Kasstroom op
winstbasis

De bepaling van de kasstroom op operatiebasis bestaat uit de berekening van de *kasstroom op winstbasis* en de *kasstroom uit de mutatie van het werkkapitaal*.

Kasstroom uit de
mutatie van het
werkkapitaal

Berekening kasstroom op operatiebasis

De berekening van de kasstroom op operatiebasis gaat aan de hand van het format in figuur 1.10.

Figuur 1.10 Berekening kasstroom op operatiebasis volgens de indirecte methode

Bedrijfsresultaat (EBIT)		€
Belasting over bedrijfsresultaat		– €
Afschrijvingen		+ €
Mutatie voorziening		+/- €
Overige correctie resultatenrekening naar operationele kasstroom		+/- €
Kasstroom op winstbasis		€
Mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)		
Voorraad grondstoffen	+/- €	
Voorraad eindproducten	+/- €	
Debiteuren	+/- €	
Crediteuren	+/- €	
Overige (bijvoorbeeld te betalen belastingen)	+/- €	
Saldo mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)		+/- €
Kasstroom uit operationele activiteiten		€

Uit het format is af te leiden dat de eerste stap in het berekenen van de kasstroom op operatiebasis de berekening van de kasstroom op winstbasis is. De berekening van deze kasstroom is een tussenstap.

Bedrijfsresultaat

Bedrijfsresultaat

De berekening van de kasstroom op winstbasis start met de post *Bedrijfsresultaat* (EBIT) uit de resultatenrekening. De reden om te starten met het bedrijfsresultaat is dat je als bedrijfsanalist wilt zien wat de ontvangsten zijn resulterend uit de bedrijfsactiviteiten. Het bedrijfsresultaat is in feite het bedrag dat overblijft nadat alle operationele kosten in mindering op de omzet zijn gebracht. Dit resultaat staat los van de manier waarop het bedrijf is gefinancierd. De rentelasten worden dan ook buiten beschouwing gelaten, omdat de hoogte van de rentelasten afhankelijk is van de keuze voor een bepaalde vermogensstructuur. Als een bedrijf er bijvoorbeeld voor kiest om vooral te financieren met eigen vermogen, dan zijn de rentelasten laag. Als het bedrijf kiest voor veel leningen, dan zijn de rentelasten hoger. Deze keuze staat helemaal los van de vraag in hoeverre met de investeringen uit het verleden geld wordt gegenereerd. Geen enkel bedrijf zal zijn prijs voor een product laten afhangen van de vraag of dat product is gemaakt met een machine die toevallig met eigen vermogen is

gefinancierd of met vreemd vermogen. Met andere woorden, de manier waarop de investeringen in het verleden zijn gefinancierd is niet van belang voor de beoordeling van de hoeveelheid geld die met investeringen wordt verdiend. Vandaar dat het kasstroomoverzicht met het bedrijfsresultaat (EBIT) begint.

Liquide middelen

Als alle opbrengsten op de resultatenrekening ontvangsten zouden zijn en alle kosten ook uitgaven, dan zou het bedrijfsresultaat gelijk zijn aan de operationele kasstroom. Het bedrijfsresultaat zou in dat geval het bedrag zijn waarmee de post *Liquide middelen* (= het banksaldo) stijgt. Dit is in de praktijk vrijwel nooit het geval en daarom worden correcties aangebracht voor opbrengsten die geen ontvangsten zijn en kosten die niet leiden tot uitgaven of uitgaven die niet via de resultatenrekening lopen, maar wel degelijk toe te wijzen zijn aan de dagelijkse gang van zaken.

Belastingheffing
over het bedrijfs-
resultaat

Belasting over bedrijfsresultaat

De eerste correctie die wordt toegepast betreft de belastingheffing over het bedrijfsresultaat. In de resultatenrekening is het te betalen (of betaalde) belastingbedrag opgenomen. De exacte hoogte van het werkelijk te betalen belastingbedrag is onder andere afhankelijk van de manier waarop een organisatie is gefinancierd. In Nederland is de betaalde rente op geleend geld fiscaal aftrekbaar. Een winstuitkering niet. Bedrijven die relatief veel geld in de vorm van leningen hebben aangetrokken, hebben dus een hogere belastingaftrek dan bedrijven die weinig gebruikmaken van leningen. Zoals al aangegeven, is voor de bepaling van het rendement op investeringen in het verleden of voor de berekening van de operationele kasstroom voor een investeringsanalyse de wijze waarop de investeringen zijn gefinancierd niet relevant. De keuze om wel of niet te investeren moet niet afhankelijk zijn van de vraag of bepaalde uitgaven van de belastingdienst mogen worden afgetrokken. Vandaar dat in deze opstelling van het kasstroomoverzicht de te betalen belastingen worden berekend over het bedrijfsresultaat. Door de belastingen op deze manier in het schema op te nemen, is het schema ook te gebruiken voor de berekening van de te verwachten kasstromen (forecast) in het geval van een *investeringsbeslissing*. Boekhoudkundig wordt het verschil tussen de werkelijk 'te betalen belastingen' en op deze wijze berekende 'te betalen belastingen' later in het kasstroomoverzicht gecorrigeerd, bij de kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten. Dat is ook logisch, omdat op deze manier de invloed van de wijze van financiering op de werkelijk te betalen belasting duidelijk wordt.

Investerings-
beslissing

VOORBEELD | Berekening belastingen in het overzicht van de kasstromen op winstbasis

Voor 2025 geldt dat over de eerste € 200.000 winst een belasting van 19% verschuldigd is. Het belastingtarief voor het bedrag boven € 200.000 is 25,8%.

Van een bedrijf is de volgende (sterk) vereenvoudigde winst-en-verliesrekening bekend.

Tabel 1.3 Vereenvoudigde winst-en-verliesrekening

Omzet	€ 1.000.000
Kosten	– € 750.000
Bedrijfsresultaat (EBIT)	€ 250.000
Rente	– € 125.000
Nettowinst voor belastingen	€ 125.000
Belastingen 19%	– € 23.750
Nettowinst na belastingen	€ 101.250

Voor de berekening van de kasstroom op winstbasis is het uitgangspunt:

Bedrijfsresultaat (= EBIT = BRT)	€ 250.000
Belastingen 19% over € 200.000	€ 38.000
25,8% over (€ 250.000 – € 200.000)	– € 12.900
Totaal te betalen belastingen op basis van EBIT	€ 50.900

Het werkelijk te betalen belastingbedrag is € 23.750. Dit betekent dat het bedrag dat is opgenomen in het kasstroomoverzicht op winstbasis € 50.900 – € 23.750 = € 27.150 te hoog is. In de kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten wordt een correctiepost van € 27.150 als positieve kasstroom opgenomen.

Afschrijvingen

Afschrijvingen

In de resultatenrekening wordt de waardevermindering door het gebruik van activa (bijvoorbeeld gebouwen en machines) geboekt onder de post *Afschrijvingen*. Afschrijvingen zijn wel kosten, maar het zijn geen uitgaven. Afschrijvingen moeten als een correctiepost op het kasstroomoverzicht worden opgenomen door ze op te tellen bij het bedrijfsresultaat na belastingen.

Mutatie voorzieningen

Voorzieningen

Een andere post op de resultatenrekening of de balans waarvoor het bedrijfsresultaat moet worden gecorrigeerd, is de post *Voorzieningen*. Bedrijven vormen voorzieningen om toekomstige verwachte uitgaven te kunnen opvangen buiten de resultatenrekening om. Per jaar wordt een bedrag voor de vorming van een voorziening ten laste van het resultaat

gebracht. Net zoals afschrijvingen leidt het vormen van de voorziening niet tot een vermindering van het banksaldo. Het vormen van de voorziening is geen uitgave. Als de voorziening uiteindelijk gebruikt gaat worden, dan moet een onderneming wel een rekening betalen. Het banksaldo daalt dan, maar de betaling vind je niet terug in de resultatenrekening. Het gebruik van de voorziening moet je achterhalen uit de begin- en eindbalans. De mutatie van de post *Voorzieningen* als verschil tussen het bedrag op beginbalans en het bedrag op eindbalans is het bedrag dat als correctie in het kasstroomoverzicht op winstbasis moet worden opgenomen.

VOORBEELD | Berekening belastingen in het overzicht van de kasstromen op winstbasis

Het correcte schema voor de berekening van de correctiepost op voorzieningen is:

toevoeging aan voorziening via resultatenrekening (op te nemen als positieve kasstroom) +
gebruik van de voorziening (op te nemen als negatieve kasstroom)

In de praktijk is de correctie in de kasstroom op winstbasis het verschil tussen het bedrag aan voorzieningen op begin- en eindbalans. Boekhoudkundig is dat te verklaren met behulp van figuur 1.11.

Figuur 1.11 Voorzieningen op begin- en eindbalans

1	Bedrag aan voorziening op beginbalans (bijvoorbeeld € 200.000)	€ 200.000
2	Toevoeging aan voorzieningen (= kostenpost in de resultatenrekening) (bijvoorbeeld € 25.000)	€ 25.000
3	Bedrag aan voorzieningen op eindbalans als er geen gebruik is gemaakt van de voorziening	€ 225.000
4	Gebruik van de voorzieningen als uitgave ten laste van de voorzieningen (bijvoorbeeld € 40.000)	-/- € 40.000
5	Eindstand voorzieningen op eindbalans	€ 185.000

De correctiepost is € 25.000 (een positieve kasstroom) – € 40.000 (een negatieve kasstroom) = –€ 15.000 (oftewel per saldo een negatieve kasstroom).

Dit bedrag is gelijk aan bedrag eindbalans minus bedrag beginbalans = € 185.000 – € 200.000 = –€ 15.000.

Overige mogelijke correctieposten

In het schema in de berekening van de kasstroom op operatiebasis, vallend onder de kasstroom op winstbasis, is nog een post *Overige correcties resultatenrekening naar kasstroom op operatiebasis* opgenomen. Deze post laat zien dat er in resultatenrekeningen nog posten kunnen voorkomen die wel

opbrengsten/kosten zijn, maar geen uitgaven/ontvangsten. Een voorbeeld hiervan is een post die verwijst naar wijzigingen in een voorraad gereed product, onderhanden werken of een geactiveerde productie (= investering) voor het eigen bedrijf. In het schema van de resultatenrekening worden wijzigingen in voorraden/onderhanden werken als een omzet geboekt. Het activeren van voorraden is echter geen ontvangst. Het bedrag moet je dan als een correctie (= negatieve kasstroom) in het kasstroomoverzicht op winstbasis opnemen. In de praktijk kom je deze correctiepost echter weinig tegen. Een voorraadmutatie komt in het kasstroomoverzicht terug als een correctiepost onder de noemer *Mutatie geïnduceerd werkkapitaal*. Een post *Overige mogelijke correctieposten* is opgenomen in het schema omdat er altijd bijzondere omstandigheden mogelijk zijn.

Vergelijking International Financial Reporting Standards (IFRS) en Nederlandse wet- en regelgeving

In de jaarverslagen met daarin een kasstroomoverzicht opgesteld volgens de indirecte methode zie je in veel gevallen dat de werkelijk betaalde winstbelasting en de betaalde (en ontvangen) rente onder de operationele kasstromen staan. Soms bevat de operationele kasstroom ook de winstuitkering. De internationale en nationale wet- en regelgeving op het gebied van jaarverslaggeving is niet dwingend over de plaats van de genoemde kasstromen in het kasstroomoverzicht. EY publiceert jaarlijks een rapport over de verschillen tussen de internationale (IFRS) en nationale (RJ) verslaggevingsregels. Het rapport bevat een overzicht van de 'classificatie van de kasstromen betreffende interest, dividend en winstbelasting in het kasstroomoverzicht' (zie figuur 1.12).

Figuur 1.12 Overzicht classificatie interest, dividend en belastingen in het kasstroomoverzicht

	IFRS van toepassing			Richtlijnen van toepassing		
	Operationeel	Investering	Financiering	Operationeel	Investering	Financiering
Betaalde interest	○	○, mits geactiveerd en toegelicht	○	○	○, mits geactiveerd	○
Ontvangen interest	○	○		○	○	
Ontvangen dividend	○	○		○	○	
Betaald dividend	○		○	○		A
Betaalde/ontvangen winstbelasting	○	○, mits toerekenbaar	○, mits toerekenbaar	○	○, mits toerekenbaar	○, mits toerekenbaar

Bron: EY, Vergelijking IFRS met Nederlandse wet- en regelgeving, 2024

Uit het overzicht blijkt dat er discussie mogelijk is over de plaats van de genoemde posten in het kasstroomoverzicht. Dit betekent dat niet eenduidig vastligt wat nu precies wordt verstaan onder operationele kasstromen. In de financieringwereld verstaan we onder kasstromen op operatiebasis de ontvangsten en uitgaven die direct verband houden met de reguliere bedrijfsvoering, onafhankelijk van de wijze waarop de bedrijfsvoering is gefinancierd.

Cashflow

Een belangrijke functie van het jaarverslag is het afleggen van verantwoording door het bestuur en het informeren van de stakeholders (zoals het personeel, afnemers, leveranciers en investeerders) over de resultaten op basis waarvan ze hun beslissingen kunnen nemen. Het opnemen van de werkelijk betaalde winstbelasting en betaalde rente onder de operationele activiteiten vloeit voort uit de in het bankwezen in het verleden veel gebruikte term van 'cashflow'. De *cashflow* is de optelsom van de nettowinst na belastingen en de afschrijvingen en werd gezien als het bedrag dat jaarlijks beschikbaar is voor het aflossen van de leningen en een winstuitkering. In het aflossingsschema, gebaseerd op de verwachte cashflows, werd overigens nauwelijks rekening gehouden met de winstuitkering. Eerst de schulden terugbetalen en daarna pas geld voor leuke privé-uitgaven, was het idee. Om grip te houden op de uitgaven van de onderneming moesten nieuwe investeringen maar gefinancierd worden met nieuwe leningen.

De boodschap is dus dat je bij het opstellen van het kasstroomoverzicht goed moet nadenken over wat je met het overzicht en dan met name de operationele kasstromen precies wilt laten zien.

Mutatie geïnduceerd werkkapitaal

Om te komen tot de kasstromen op operatiebasis moet de kasstroom op winstbasis gecorrigeerd worden voor de bedragen die in de resultatenrekening al wel als opbrengst of kosten zijn geboekt, maar die nog niet zijn ontvangen of betaald. In de resultatenrekening wordt bijvoorbeeld een verkoop van goederen gezien als een opbrengst. Als de klant van de ondernemer de goederen op krediet mag kopen, dan is deze opbrengst nog geen ontvangst. Pas op het moment dat de klant betaalt, neemt het banksaldo toe en wordt de opbrengst een ontvangst. Als je grondstoffen of handelsgoederen op krediet koopt, zie je die als kosten terug in de resultatenrekening. Zolang je de inkopen nog niet hebt betaald zijn dat echter geen uitgaven en zolang je de ingekochte voorraden niet hebt gebruikt, zijn dat ook nog geen kosten. Om tot een juiste kasstroom op operatiebasis te komen moet de resultatenrekening gecorrigeerd worden voor mutaties in het geïnduceerd werkkapitaal; dit betreft de posten *Voorraden*, *Debiteuren* en *Crediteuren*.

Om de juiste bedragen voor de mutatie van het geïnduceerd werkkapitaal in het kasstroomoverzicht op te nemen moet je nagaan in hoeverre de mutatie op de balans als een positieve correctie (een ontvangst) of een negatieve correctie (een uitgave) gezien moet worden. Daarbij gelden de volgende overwegingen:

- Opbrengsten die nog niet tot ontvangsten (dus een verhoging van het banktegoed) hebben geleid, zijn in de regel verwerkt onder de post *Debiteuren*. Een mutatie in de post *Debiteuren* is een correctie op de resultatenrekening om te komen tot de kasstromen op operatiebasis. De omzet wordt in de resultatenrekening namelijk als een opbrengst gezien.

Debiteuren

Negatieve kasstroom

Vorraden

Als de omzet gelijk zou zijn aan de stijging van de post *Debiteuren*, kan er wel een positief bedrijfsresultaat zijn, maar komt er geen geld binnen. Deze omzet geeft dus geen positieve kasstroom. Pas als de debiteuren betalen, neemt het banksaldo toe. Niet de verkoop, maar de ontvangst van het bedrag geeft een positieve kasstroom. Zo is bijvoorbeeld de betaling van een vordering op een klant van vorig jaar niet terug te vinden in de resultatenrekening van dit jaar. Het banksaldo stijgt echter wel in dit jaar en dat geeft een positieve kasstroom. Veranderingen in de post *Debiteuren* moeten dus in het kasstroomoverzicht als correctie op de kasstroom op winstbasis in de vorm van een ontvangst of als een uitgave worden opgenomen. Een stijging van de post *Debiteuren* betekent per saldo een 'investering' in je klanten en daardoor een negatieve kasstroom in de vorm van een correctie op de kasstroom op winstbasis. Als de post *Debiteuren* afneemt, is er per saldo meer geld binnengekomen dan de omzet aangeeft en is de mutatie een positieve kasstroom.

- Een vergelijkbare redenering geldt voor de voorraden van een bedrijf. In de praktijk zijn er verschillende voorraden, te weten:
 - voorraad grond- en hulpstoffen
 - voorraad gereed product (het resultaat van de productie van goederen voor eigen rekening en risico)
 - voorraad onderhanden projecten (de waarde van projecten die zijn overeengekomen met een derde en waarvan de productie langer duurt dan één periode, waardoor er al wel kosten in een jaar worden gemaakt, terwijl de rekening in een andere periode wordt gestuurd; voorbeelden zijn het bouwen van huizen en schepen)
 - voorraad onderhanden werken (voor eigen rekening en risico produceren van (meestal) activa gedurende langer dan één periode met de bedoeling ze te verkopen)
 - voorraad handelsgoederen (in het geval van een handelsonderneming)

Als producten worden verkocht, zie je dat bij een handelsonderneming terug onder de post *Inkoopwaarde van de verkopen*, of als *Kostprijs verkopen* in Model F van de resultatenrekening bij een productiebedrijf. In Model E zie je de afname van de voorraad eindproducten of het verbruik van de grond- en hulpstoffen niet expliciet terug. De redenering om een mutatie in de voorraden als een correctie op de resultatenrekening op te nemen is dat een bedrijf in een jaar wel meer kan inkopen dan het verbruikt of verkoopt. In dat geval nemen de voorraden toe. Deze toename van de voorraden moet wel worden betaald en dat betekent dat het banksaldo door de investering in goederen in de vorm van grond- en hulpstoffen, gereed product of handelsgoederen daalt. Een stijging van deze voorraden in het boekjaar is daarom een negatieve kasstroom. Eenzelfde redenering geldt voor de onderhanden projecten en onderhanden werken. Een daling van de post voorraden op de eindbalans ten opzichte van de beginbalans is een positieve kasstroom.

- Crediteuren
- Inkopen die (nog) niet tot uitgaven hebben geleid in het lopende boekjaar vind je onder de post *Crediteuren* of *Overlopende passiva* (nog te betalen bedragen). Een stijging van de post *Crediteuren* is een verhoging van de kasstroom (positieve correctie op de kasstroom op winstbasis). Als je per saldo meer krediet van je leveranciers (een stijging van de post *Crediteuren*) krijgt, kun je dat zien als een positieve kasstroom.
 - Als laatste onderdeel van de mutatie geïnduceerd werkkapitaal zijn er de posten *Te betalen belastingen* en *Overlopende activa/passiva*. Het is in Nederland de gewoonte om achteraf precies het juiste bedrag dat aan belastingen moet worden betaald uit te rekenen. In de resultatenrekening wordt de belasting over de winst al opgenomen en daarmee als een uitgave opgevat. Dat kan een vertekend beeld geven in het kasstroomoverzicht. Pas de werkelijke betaling van de belastingaanslag geeft een daling van het saldo op de bankrekening en is de werkelijke uitgave. Overlopende activa en passiva zijn vorderingen en schulden uit hoofde van kosten die vooruitbetaald of vooruit ontvangen zijn, maar die op basis van boekhoudkundige principes toegerekend moeten worden aan een andere periode. Voorbeelden zijn vooruitbetaalde huren en verzekeringspremies, salarissen over december die pas in januari worden betaald, of vooruit ontvangen abonnementsgelden.

Te betalen dividend

Af te lossen schulden

Onder het kopje *Schulden op korte termijn* (ook wel bekend als *Vlottende passiva*) staan ook posten als *Te betalen dividend* en *Af te lossen schulden*. Deze posten zijn voorbeelden van autonoom vermogen. Te betalen dividend is een schuld van de onderneming, als resultaat van de winstverdeling, aan de aandeelhouders. Deze post ontstaat als de eigenaar of eigenaren besluiten de behaalde nettowinst niet in zijn geheel toe te voegen aan de reserves, maar te zijner tijd als winst uit te keren. Om erachter te komen hoeveel dividend er in een jaar is uitgekeerd (de uitgaven aan dividend) moet je de informatie uit de balans en resultatenrekening combineren. In het onderdeel *Kasstroom uit financieringsactiviteiten* wordt de te maken berekening toegelicht. Af te lossen schulden die vallen onder de schulden op korte termijn vormen het bedrag dat in dat jaar voor de aflossing van langlopende schulden moet worden betaald.

Samengevat

- Het is gebruikelijk om via de berekening van de kasstroom op winstbasis naar de kasstroom op operatiebasis te gaan. De kasstroom op winstbasis moet worden gecorrigeerd voor veranderingen in het geïnduceerde werkkapitaal. Een stijging van de vlottende activa betekent een negatieve kasstroom; een daling betekent een positieve kasstroom.
- Voor het geïnduceerd vermogen, de onderdelen uit de schulden op korte termijn op de creditzijde van de balans, geldt het omgekeerde. Elke post van het geïnduceerd vermogen (*Crediteuren*, *Te betalen belastingen* en *Overlopende passiva*) die aan het eind van het jaar

hoger uitkomt dan aan het begin, heeft een *positief* effect op de operationele kasstromen en elke post van het geïnduceerd vermogen die aan het eind van het jaar *lager* is dan aan het begin, heeft een *negatief* effect op de kasstroom op operatiebasis.

- Het gaat bij het werkkapitaal om het geïnduceerd vermogen. De post *Te betalen belastingen* valt hier wel onder, de posten *Rekening-courant*, *Te betalen dividend* en *Af te lossen schulden* niet. Of en hoeveel dividend er betaald wordt is een beslissing van het bestuur en vloeit niet automatisch voort uit de bedrijfsactiviteiten.

VOORBEELD | Berekening kasstromen uit hoofde van operationele activiteiten

Van het bedrijf Janssen zijn de volgende gegevens bekend:

Balans Janssen 31-12-2025 en 31-12-2026 (in euro's)

	31-12-2026	31-12-2025		31-12-2026	31-12-2025
Vaste activa	1.000.000	1.200.000	Eigen vermogen	650.000	615.000
Vorraden	300.000	200.000	Voorzieningen	200.000	250.000
Debiteuren	400.000	425.000	Vreemd vermogen lang	500.000	500.000
			Crediteuren	200.000	160.000
			Rekening-courantkrediet	150.000	300.000
	1.700.000	1.825.000		1.700.000	1.825.000

In de post *Crediteuren* is de post *Te betalen belastingen* opgenomen; er is een winstuitkering van € 28.750 over 2025 uitbetaald.

De resultatenrekening over 2025 is als volgt:

Figuur 1.13 Resultatenrekening (in euro's)

Omzet		4.000.000
Kosten van de omzet		2.500.000
Brutowinst		1.500.000
Afschrijvingen	250.000	
Lonen	650.000	
Overige kosten	450.000	
Totale kosten		1.350.000
Bedrijfsresultaat		150.000
Rente		65.000
Winst voor aftrek van belastingen		85.000
Belastingen 19%		16.150
Nettowinst na belastingen		68.850
Winstinhouding		35.000

Door de gegevens uit de balans en resultatenrekening te combineren kunnen de kasstromen uit hoofde van operationele activiteiten (inclusief mutaties *Vlottende activa* en *Passiva* (geïnduceerd werkkapitaal)) als volgt worden berekend, door gebruik te maken van het format uit figuur 1.10.

Figuur 1.14 Kasstromen uit hoofde van operationele activiteiten

Bedrijfsresultaat (EBIT)		€ 150.000
Belasting over bedrijfsresultaat (19%)		-€ 28.500
Afschrijving		€ 250.000
Mutatie voorzieningen Overige correcties bedrijfsresultaat		-€ 50.000
Overige correcties bedrijfsresultaat		
<i>Kasstroom op winstbasis</i>		<u>€ 321.500</u>
Mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)		
Voorraad (grondstoffen/eindproducten)	-€ 100.000	
Debiteuren	€ 25.000	
Crediteuren	<u>€ 40.000</u>	
Saldo mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)		<u>-€ 35.000</u>
<i>Kasstroom uit operationele activiteiten</i>		<u>€ 286.500</u>

De opmerking dat er over 2025 een bedrag aan dividend is betaald, is niet relevant voor het berekenen van de operationele kasstroom. Het betalen van dividend is geen operationele, maar een financieringskasstroom.

Kasstroom uit investeringsactiviteiten

Kasstromen uit investeringsactiviteiten zijn gedeeltelijk af te leiden uit de balans. Als de waarde van de vaste activa op de eindbalans hoger is dan op de beginbalans, is de kans groot dat het bedrijf vaste activa heeft gekocht, dus heeft geïnvesteed. Het verschil tussen de waarde op de begin- en eindbalans is niet gelijk aan het investeringsbedrag. Je moet rekening houden met de afschrijvingen en een eventuele herwaardering van de waarde van de activa. De aanschaf van vaste activa zie je niet terug in de resultatenrekening. Een herwaardering van de vaste activa kan in de resultatenrekening staan, maar kan ook via de reserves lopen. De afschrijvingen en een resultaat bij verkoop (= een desinvestering) staan daarentegen wel in de resultatenrekening. Het is dus even puzzelen om het totale bedrag aan investeringsactiviteiten te bepalen.

Een eenvoudige formule die je in de meeste gevallen kunt gebruiken is het schema uit figuur 1.15.

Kasstromen uit
investerings-
activiteiten

Figuur 1.15 Berekening kasstroom uit investeringsactiviteiten volgens de indirecte methode

Stappen	Omschrijving	Bedrag
1	Waarde vaste activa (materiële en immateriële activa) gecorrigeerd voor herwaardering via reserves	€
2	Minus afschrijvingen via de resultatenrekening	€
3	Waarde vaste activa als er geen (des)investerings hebben plaatsgevonden	€
4	Waardering vaste activa eindbalans (gecorrigeerd voor herwaardering via reserves)	€
5	Saldo investeringen en desinvesteringen (4-3)	€

VOORBEELD | Berekening investeringsbedrag in vaste activa

Uit de balans in combinatie met de resultatenrekening van het bedrijf van Janssen uit het vorige voorbeeld is het saldo van investeringen en desinvesteringen te berekenen. Op de balans staat op 31 december 2025 de post *Vaste activa* voor een bedrag van € 1.200.000. De afschrijvingen zijn te vinden op de resultatenrekening en bedragen € 250.000. Op de eindbalans op 31 december 2026 bedragen de vaste activa € 1.000.000

Door het schema uit figuur 1.15 te gebruiken is de kasstroom uit investeringsactiviteiten te berekenen.

Stappen	Omschrijving	Bedrag
1	Waarde vaste activa (materiële en immateriële activa) gecorrigeerd voor herwaardering via reserves	€ 1.200.000
2	Minus Afschrijvingen via de resultatenrekening	€ 250.000
3	Waarde vaste activa als er geen (des)investerings hebben plaatsgevonden	€ 950.000
4	Waardering vaste activa eindbalans (gecorrigeerd voor herwaardering via reserves)	€ 1.000.000
5	Saldo investeringen en desinvesteringen (stap 4 minus stap 3)	€ 50.000

Vrije kasstroom

De optelsom van de kasstromen uit operationele activiteiten en de kasstromen uit investeringen geeft de *vrije kasstroom*, een cruciaal begrip binnen het vakgebied. De vrije kasstroom is het bedrag dat in principe beschikbaar is voor de verschaffers van het vermogen en daarmee uitgangspunt voor de investeringsanalyse. Anders gezegd, uit de vrije kasstroom moeten de aflossingen, rente en winstuitkeringen kunnen worden betaald. In het geval van een negatieve kasstroom hoop je dat er nog voldoende geld op de bankrekening stond om de uitgaven te kunnen betalen; als dat niet het geval is, heb je externe financiering nodig (bijvoorbeeld het aangaan van een lening).

Het totale overzicht van de berekening van de vrije kasstroom op basis van de indirecte methode is:

Figuur 1.16 Berekening vrije kasstromen

Bedrijfsresultaat (EBIT)		€	
Belasting over bedrijfsresultaat	=	€	
Afschrijving	+	€	
Mutatie voorziening	+/-	€	
Overige correctie resultatenrekening naar operationele kasstroom	+/-	€	
<i>Kasstroom op winstbasis</i>		€	
Mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)			
Voorraad grondstoffen	+/-	€	
Voorraad eindproducten	+/-	€	
Debiteuren	+/-	€	
Crediteuren	+/-	€	
Overige (bijvoorbeeld te betalen belastingen)	+/-	€	
Saldo mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)			+/- €
<i>Kasstroom uit operationele activiteiten</i>			€
Investeringskasstroom			
Saldo investeringen en desinvesteringen	+/-	€	
<i>Kasstroom uit investeringskasstromen</i>			+/- €
<i>Vrije kasstroom</i>			€

Investerings-
analyse

De berekening van de vrije kasstroom wordt ook gebruikt om te bepalen of investeringsplannen voldoende rendabel zijn. In plaats van achteraf de hoogte van de vrije kasstroom te bepalen, maak je in de investeringsanalyse een inschatting van de hoogte van de verwachte vrije kasstroom in de toekomst. Deze verwachte kasstroom geeft immers aan hoeveel geld er in een bepaalde periode beschikbaar is voor de vermogensverschaffers.

Kasstroom uit financieringsactiviteiten

De vrije kasstroom is, zoals gezegd, het bedrag dat beschikbaar is voor de vermogensverschaffers. De *kasstromen uit financieringsactiviteiten* laten zien welk bedrag de vermogensverschaffers per saldo hebben ontvangen of gestort. Deze kasstromen uit financieringsactiviteiten (ook wel financieringskasstromen genoemd) bevatten enerzijds de vergoeding voor het ter beschikking stellen van vermogen in de vorm van rente en winstuitkering (dividend) en bestaan anderzijds uit het saldo van het aantrekken van vermogen (aandelenemissie of het afsluiten van een lening) en het terugbetalen van vermogen (aflossingen). Bij de operationele kasstromen is een fictief belastingbedrag berekend over het bedrijfsresultaat. Dat bedrag is meestal niet de werkelijk betaalde belasting. De correctie waarmee per saldo de werkelijke betaalde belastingen in het kasstroomoverzicht terecht komen, moet worden opgenomen in de financieringskasstroom.

VOORBEELD | Berekening vrije kasstroom

In het vorige voorbeeld zijn de operationele en de investeringskasstromen bepaald van het bedrijf van Janssen. Door beide overzichten te combineren ontstaat de vrije kasstroom.

Figuur 1.17 Berekening vrije kasstroom Janssen

Bedrijfsresultaat (EBIT)	€ 150.000
Belasting over bedrijfsresultaat 19%	-€ 28.500
Afschrijving	€ 250.000
Mutatie voorzieningen	-€ 50.000
Overige correctie resultatenrekening naar operationele kasstroom	
Kasstroom op winstbasis	€ 321.500
Mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)	
Voorraad (grondstoffen/eindproducten)	-€ 100.000
Debiteuren	€ 25.000
Crediteuren	€ 40.000
Saldo mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)	-€ 35.000
Kasstroom uit hoofde van operationele activiteiten	€ 286.500
Investeringskasstroom	
Saldo in- en desinvesteringen	-€ 50.000
Vrije kasstroom	€ 236.500

Vergoeding voor het gebruik van vermogen

Betaalde rente

De eerste post in het kasstroomoverzicht van de financieringskasstroom is de post *Betaalde rente*. De *betaalde rente* is een vergoeding voor het ter beschikking stellen van autonoom vreemd vermogen door de verschaffers van dit vermogen. Naast de verschaffers van vreemd vermogen zijn er mensen die de onderneming permanent van vermogen voorzien. Dit zijn de aandeelhouders, de verschaffers van het eigen vermogen. Ook deze categorie vermogensverschaffers ontvangt graag een vergoeding voor het ter beschikking stellen van vermogen. Deze vergoeding heet *dividend*. In de meeste gevallen wordt het dividend over bijvoorbeeld 2025 niet in 2025 zelf betaald, maar een jaar later. De vergadering van aandeelhouders moet eerst de omvang en de bestemming van de winst vaststellen voor het totale dividend kan worden uitgekeerd. Bij het opstellen van het kasstroomoverzicht moet de uitgekeerde winst worden vastgesteld. Als het bedrag niet expliciet in het overzicht is aangegeven, moet je het bepalen door gebruik te maken van boekhoudkundige principes.

Dividend

Berekening van de werkelijk betaalde winstuitkering in een jaar

Het bepalen van het werkelijk betaalde dividend is niet altijd eenvoudig vanuit de balans en resultatenrekening, maar er zijn aanwijzingen die kunnen helpen om dit bedrag te berekenen.

- **Reserves:** Als een bedrijf geen dividend uitkeert, wordt de netto-winst na belastingen toegevoegd aan de reserves. Als de verandering

in de algemene reserve kleiner is dan de nettowinst na belasting, wijst dit verschil waarschijnlijk op uitbetaald dividend.

- **Te betalen dividend:** Onder de kortlopende schulden in de balans vind je vaak de post *Te betalen dividend*. Deze post geeft aan dat er een winstuitkering is vastgesteld, maar nog niet volledig is uitgekeerd. De som van de mutatie in de algemene reserves en de post *Te betalen dividend* moet gelijk zijn aan de nettowinst na belasting. Als dit niet klopt, kunnen herwaarderingen de oorzaak zijn.
- **Begin- en eindbalans:** De post *Te betalen dividend* op de eindbalans laat zien dat het dividend over het lopende boekjaar nog niet is uitbetaald. De post *Te betalen dividend* op de beginbalans verwijst naar het dividend van het vorige boekjaar. Omdat dit onder kortlopende schulden valt, mag je aannemen dat dit bedrag in de loop van het boekjaar is uitbetaald. Je zou dit bedrag dan terug moeten zien als de winstuitkering in de financieringskasstromen van het kasstroomoverzicht.

Met deze stappen en de boekhoudkundige regels kun je het betaalde dividend achterhalen, al vergt het soms wat puzzelwerk.

Aantrekken en terugbetalen van vermogen

Het totale bedrag van het *aantrekken en terugbetalen van vermogen* is te achterhalen door de posten van het autonome vermogen op de eind- en beginbalans met elkaar te vergelijken. Voorbeelden van het aantrekken van autonoom vermogen zijn de aandelenemissie en het aantrekken van een lening. Op het moment dat een bedrijf aandelen inkoopt, wordt het totaalbedrag aan ingekochte aandelen als een uitgave in het kasstroomoverzicht opgenomen. Ook een aflossing op een lening is een uitgave en dus een negatieve kasstroom. Een bijzondere post in dit kader is het *Rekening-courantkrediet*. Een toename van de post *Rekening-courantkrediet* op de creditzijde van de balans kan gezien worden als het aantrekken van vreemd vermogen, dus een ontvangst (positieve kasstroom), maar meestal is het saldo op de bankrekening het totale resultaat van alle transacties. In dat laatste geval is de post *Rekening-courantkrediet* in feite de bankrekening waarop alle ontvangsten en betalingen worden geregistreerd en daarmee in feite de post *Liquide middelen*. Het is daarom gebruikelijk de mutatie op de post *Rekening-courantkrediet* te hanteren als de te verklaren verandering in het banksaldo in plaats van de mutatie van de post *Liquide middelen*.

Rekening-
courantkrediet

Correctie belastingen

De post *Correctie belastingen* is een bijzonder onderdeel van de financieringskasstroom. In de berekening van de operationele kasstromen wordt de belasting berekend over het bedrijfsresultaat. De rentelasten zijn in de meeste landen fiscaal aftrekbaar. Het in de resultatenrekening opgenomen bedrag aan vennootschapsbelasting is meestal niet gelijk aan het in de operationele kasstroom berekende bedrag. Het verschil tussen het berekende

Correctie
belastingen

belastingbedrag en het belastingbedrag uit de resultatenrekening wordt (meestal) als een ontvangst onder de kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten opgenomen, zodat er weer een aansluiting is tussen de balans, de resultatenrekening en het kasstroomoverzicht.

Een voorbeeld van het schema van de kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten is te zien in de figuur hierna.

Figuur 1.18
Schema
kasstromen

Betaalde rente	-	€
Ontvangen rente	+	€
Correctie belastingen	+/-	€
Betaald dividend	-	€
Aflossing leningen	-	€
Aangetrokken autonome leningen	+	€
Aangetrokken aandelenkapitaal / Uitgaven aan inkoop aandelenkapitaal	+/-	€
Totale financieringsstroom		€

VOORBEELD **Berekening kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten**

Uit de creditzijde van de balans van het bedrijf van Janssen uit het eerdere voorbeeld blijkt dat het eigen vermogen met een bedrag van € 650.000 – € 615.000 = € 35.000 is toegenomen. Uit de toelichting op de balans blijkt dat deze toename geheel toe te schrijven is aan de inhouding van de winst. De nettowinst na aftrek van belasting is € 68.850; de winstinhouding is € 35.000. Hieruit blijkt dat er een bedrag van € 68.850 – € 35.000 = € 33.850 beschikbaar is als winstuitkering. Dit bedrag is niet te vinden onder de post *Te betalen dividend* op de balans. Je mag dan aannemen dat het bedrag in 2025 is uitgekeerd. Er is een rente van € 65.000 betaald. Dit bedrag is een negatieve kasstroom uit financieringsactiviteiten. De kasstroom uit operationele activiteiten bevat een post *Belastingen* van 19% over het bedrijfsresultaat (€ 28.500). Het werkelijke bedrag aan belastingen dat is betaald, is € 16.150. Als er geen belastingcorrectie zou plaatsvinden, komt men een bedrag van € 28.500 – € 16.150 = € 12.350 tekort. Vandaar dat er een (positieve) correctie belastingen van € 12.350 als kasstroom uit hoofde van financieringsactiviteiten wordt geboekt.

Figuur 1.19 Kasstroom uit hoofde van financieringsactiviteiten

Saldo aantrekken en aflossen van vermogen		
Dividenduitkering		-€ 33.850
Betaalde rente		-€ 65.000
Correctie belastingen		12.350
Totale financieringskasstroom		-€ 86.500

De drie onderdelen van het kasstroomoverzicht (de operationele kasstroom, de investeringskasstroom en de financieringskasstroom) dekken de volledige balans en winst-en-verliesrekening. Alle transacties die leiden tot mutaties in de balans en winst-en-verliesrekening zijn gedekt en verwerkt in het kasstroomoverzicht dat is opgesteld volgens de indirecte methode. De directe en de indirecte methode leiden beide tot hetzelfde banksaldo aan het eind van het boekjaar en geven beide een verklaring voor veranderingen in het banksaldo (liquide middelen), maar dat gebeurt volgens twee verschillende invalshoeken (zie figuur 1.10). Voor het verklaren van financiële ontwikkelingen in het verleden en voor het opstellen van een liquiditeitsbegroting voor de toekomst biedt het kasstroomoverzicht volgens de indirecte methode meer inzicht dan het kasstroomoverzicht opgesteld volgens de directe methode.

VOORBEELD | Verklaring van de mutatie van liquide middelen

Het kasstroomoverzicht geeft een verklaring van de mutatie van liquide middelen (terugkijkend) of een voorspelling over de benodigde liquide middelen. Op de balans van Janssen uit het eerdere voorbeeld blijkt dat de post *Rekening-courant* met € 150.000 is afgenomen (van een schuld van € 300.000 naar een schuld van € 150.000). Het saldo op de bankrekening (mutatie liquide middelen) is dus € 150.000 toegenomen. Deze toename is te verklaren uit:

kasstromen uit operationele activiteiten	€ 286.500
kasstromen uit investeringsactiviteiten	–€ 50.000
kasstromen uit financieringsactiviteiten	–€ 86.500
Per saldo toename banksaldo	€ 150.000

Let op: uit de hier gepresenteerde voorbeelden zou je kunnen opmaken dat de daar gegeven begrippen eenduidig zijn en dat iedereen dezelfde definities gebruikt of hetzelfde verstaat onder een begrip. Dat is niet altijd het geval. De IASB probeert, zoals we eerder zagen, met het vastleggen van begrippen steeds meer grip op de definities te krijgen, maar in de praktijk bedenken bedrijven en economen steeds nieuwe begrippen en termen die net iets anders betekenen dan je in eerste instantie zou denken. Vandaar dat het verstandig is om in gesprekken met vakgenoten te blijven vragen naar hun definitie van bedrijfseconomische termen, als je het gevoel krijgt dat je langs elkaar heen aan het praten bent.

Figuur 1.20 Schema's kasstroomoverzicht volgens de directe en de indirecte methode**Directe methode***Kasstroom uit operationele activiteiten*

Ontvangsten van afnemers	€
Betalingen aan leveranciers en werknemers	€
	<u>€</u>

Investeringskasstroom

Betalingen aan leveranciers vaste activa	€
Vrije kasstroom	<u>€</u>

Financieringskasstroom

Ontvangen interest	€
Betaalde interest	€
Ontvangen dividend	€
Aflossingen	€
Aantrekken van vermogen	€
Belastingen	€
Totale financieringskasstroom	<u>€</u>

Indirecte methode*Kasstroom uit operationele activiteiten*

Bedrijfsresultaat (EBIT)	€
Belasting over bedrijfsresultaat	-€
Afschrijving	€
Mutatie Voorziening	€
Overige correctie resultatenrekening naar operationele kasstroom	€
Kasstroom op winstbasis	<u>€</u>

Mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)

Voorraad grondstoffen	€
Voorraad eindproducten	€
Debiteuren	€
Crediteuren	€
Overige (bijvoorbeeld te betalen belastingen)	€
Saldo mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)	<u>€</u>

Kasstroom uit operationele activiteiten

<i>Kasstroom uit investeringsactiviteiten</i>	
Saldo investeringen en desinvesteringen	<u>€</u>
Vrije kasstroom	<u>€</u>

Kasstroom uit financieringsactiviteiten

Betaalde rente	€
Dividenduitkering	€
Saldo aantrekken en aflossen van vermogen	€
Correctie belastingen	€
Totale financieringskasstroom	<u>€</u>

Vrije kasstroom + financieringskasstroom = mutatie liquide middelen (achteraf)

Vrije kasstroom + financieringskasstroom = te financieren, dan wel aflosbaar (vooraf)

VOORBEELD | **Het opstellen van een (indirect) kasstroomoverzicht voor de Efteling**

1

Als toelichting op het opstellen van een kasstroomoverzicht op basis van een begin- en eindbalans en een resultatenrekening bekijken we hierna het laatste online gepubliceerde jaarverslag van de Efteling uit 2023. In het jaarverslag is een kasstroomoverzicht opgenomen. Er zijn verschillen tussen dit overzicht en het afgeleide overzicht. Het originele, in het jaarverslagoverzicht opgenomen kasstroomoverzicht is:

Figuur 1.21 Kasstroomoverzicht Efteling 2023

Kasstroomoverzicht over 2023	2023	
Bedrijfsresultaat	52.372	
Aanpassen voor:		
Afschrijvingen (en overige waardeverminderingen)	38.928	
Boekresultaat mutaties vaste activa	1.504	
Mutatie voorzieningen	489	
Veranderingen in werkkapitaal:		
Mutatie operationele vorderingen	1.210	
Mutatie voorraden	975	-
Mutatie operationele schulden	1.039	-
Kasstroom uit bedrijfsoperaties	92.489	
Ontvangen (betaalde) rente	1.396	
Ontvangen (betaalde) winstbelasting	14.079	-
Kasstroom uit operationele activiteiten	12.683	-
Investeringsactiviteiten		
Investeringsactiviteiten		
Investeringen in immateriële vaste activa	5.357	-
Desinvesteringen immateriële vaste activa	8	
Investeringen in materiële vaste activa	83.680	-
Desinvesteringen materiële vaste activa	404	-
Kasstroom uit investeringsactiviteiten	89.433	-
Financieringsactiviteiten		
Financieringsactiviteiten		
Ontvangsten uit langlopende schulden	-	
Aflossingen langlopende schulden	3.000	-
Betaalde rente	2.930	-
Betaalde dividenden	8.575	-
Kasstromen uit financieringsactiviteiten	14.505	-
Netto Kasstroom	24.132	-
Stand liquide middelen begin verslagjaar	68.858	
Netto kasstroom	24.132	-
Stand liquide middelen einde verslagjaar	39.726	
(bedragen × € 1.000)		

Efteling

Opvallend is dat het kasstroomoverzicht afwijkt van het overzicht in figuur 1.10. Zo wordt er onderscheid gemaakt in een kasstroom uit bedrijfsoperaties en een kasstroom uit operationele bedrijfsactiviteiten. De Efteling maakt het kasstroomoverzicht daarmee (misschien onbewust) wat lastiger om te interpreteren. De betaalde winstbelasting valt in onze definitie onder de kasstromen uit operationele kasstromen. De vraag is of de ontvangen rente behoort tot de kernactiviteiten van de organisatie of als een incidentele opbrengst uit beleggingen moet worden gezien. In onze opvatting horen alleen de uitgaven en ontvangsten uit de normale bedrijfsuitoefening onder de operationele kasstromen.

Het jaarverslag bevat uiteraard een balans en een resultatenrekening.

Balans Efteling 2023-2022 (standaardinstelling) (bedragen × € 1.000)

	<u>2023</u>	<u>2022</u>		<u>2023</u>	<u>2022</u>
Vaste Activa			Eigen Vermogen		
Vaste Materiële Activa			Aandelenkapitaal		
Grond en gebouwen	€ 129.288	€ 111.484	Agio		
Machines/attracties	€ 68.361	€ 63.955	<i>Geplaatst Kapitaal</i>	€ 13.393	€ 13.393
Inventaris/overige vaste bedrijfsmiddelen	€ 35.970	€ 36.338	Algemene reserves/eigen vermogen	€ 201.281	€ 175.918
Onderhanden werken			Resultaat boekjaar	€ 37.753	€ 33.937
Investeringen	€ 64.110	€ 40.043			
Vaste Immateriële Activa			Vreemd Vermogen		
Goodwill			Voorzieningen	€ 1.839	€ 2.209
Patenten	€ 17.358	€ 16.395	<i>Langlopende schulden</i>		
Financiële Activa			Kredietinstellingen	€ 54.000	€ 55.500
Effecten	€ 67	€ 99	Overige schulden	€ 3.000	€ 4.500
Overige	€ 219				
Vlottende Activa			<i>Kortlopende schulden</i>		
<i>Voorraden</i>			Kort deel langlopende schulden	€ 3.000	€ 3.000
Grondstoffen			Vooruitontvangen Bedragen	€ 14.554	€ 12.251
Gereed product			Schulden aan leveranciers en Handelskredieten	€ 17.296	€ 17.018
Handelsproducten	€ 7.716	€ 6.740	Belastingen en premies sociale verzekeringen	€ 3.300	€ 4.569
Vorderingen			Overige schulden en overlopende passiva	€ 29.150	€ 33.796
Handelsdebiteuren	€ 5.631	€ 4.151	Te betalen dividend		
Belastingen en premies sociale verzekeringen	€ 322	€ 463	Te betalen belastingen	€ 0	€ 0
Overige vorderingen en overlopende activa	€ 9.797	€ 12.565	Rekening-courant		
Bank (liquide middelen)	€ 39.727	€ 63.858			
	<u>€ 378.566</u>	<u>€ 356.091</u>		<u>€ 378.566</u>	<u>€ 356.091</u>

Tabel 1.4 Resultatenrekening Efteling 2023

Resultatenrekening Efteling 2023 (bedragen * € 1.000)	
Netto-omzet	€ 279.991
wijziging in voorraden gereed product en onderhanden projecten/onderhouden werken	
geactiveerde productie voor het eigen bedrijf	€ 6.818
overige bedrijfsopbrengsten	€ 1.913
Som der bedrijfsopbrengsten	€ 288.722
kosten van grond- en hulpstoffen	€ 29.506
kosten uitbesteed werk en andere externe kosten	
lonen en salarissen	€ 74.785
sociale lasten	€ 12.100
afschrijvingen op immateriële en materiële vaste activa	€ 37.176
overige waardeveranderingen van immateriële en materiële vaste activa	€ 1.752
bijzondere waardevermindering van vlottende activa	€ 0
overige bedrijfskosten	€ 81.031
Som der bedrijfslasten	€ 236.350
Bedrijfsresultaat (= EBIT)	€ 52.372
opbrengst van vorderingen die tot de vaste activa behoren en van effecten	
andere rentebaten en soortgelijke opbrengsten	€ 1.396
waardeveranderingen van vorderingen die tot de vaste activa behoren en van effecten	-€ 31
rentelasten en soortgelijke kosten	-€ 2.758
Resultaat voor belastingen (= nettowinst voor belastingen)	€ 50.979
belastingen	€ 13.226
aandeel in winst/verlies van ondernemingen waarin wordt deelgenomen	
Resultaat na belastingen (= nettowinst van belastingen)	€ 37.753

De aansluiting tussen de post *Bank (liquide middelen)* op de eindbalans (€ 39.727.000) en berekend op basis van het kasstroomoverzicht (€ 39.726.000) klopt niet. Nu is € 1.000 verschil niet materieel, maar het zou mooi zijn als het wel perfect zou aansluiten.

De balans bevat de volgende lastige post: *Onderhanden werken investeringen*. Deze post wijst erop dat de Efteling projecten uitvoert die vallen onder de vaste activa en die over meerdere jaren lopen. De vraag is of ze deze projecten voor klanten uitvoeren of voor het eigen park. Waarschijnlijk hebben ze een team mensen die nieuwe attracties en misschien ook de hotels zelf bouwen. Uit de resultatenrekening blijkt uit de post *Geactiveerde productie voor het eigen bedrijf* dat er inderdaad een team binnen de Efteling werkt aan attracties. Dat maakt het opstellen van het kasstroomoverzicht wel even lastig. De jaarrekening bevat uitgegeven bedragen onder de kosten aan materialen en lonen, die eigenlijk gezien moeten worden als uitgaven aan investeringen.

Tegelijkertijd staat in de resultatenrekening voor een bedrag aan € 6.818.000 als geactiveerde productie voor het eigen bedrijf. Volgens de Wet op de jaarrekening is dit correct, maar het zijn geen ontvangsten. Dat betekent dat enerzijds de som der bedrijfsuitkomsten formeel € 6.818.000 lager is en anderzijds ook de kosten voor hetzelfde bedrag lager zijn, omdat deze kosten niet mogen worden toegerekend aan de normale bedrijfsuitoefening, maar gezien moeten worden als een negatieve investeringskasstroom. Per saldo blijft het bedrijfsresultaat ongewijzigd.

De operationele kasstromen volgens het schema uit figuur 1.10 vatten we samen in de tabel hierna.

Tabel 1.5 Operationele kasstromen

KSO over t = 0 (bedragen × € 1.000)

Indirecte methode

Operationele kasstroom

Bedrijfsresultaat (EBIT)	€ 52.372	
Belasting over bedrijfsresultaat	-€ 13.498	10% over € 200.000 en 25,8% over het meerdere
Afschrijving (en overige waardeveranderingen vaste activa)	€ 38.928	
Mutatie voorziening	-€ 370	
Overige correctie resultatenrekening naar operationele kasstroom: Correctie productie eigen bedrijf uit omzet	-€ 6.818	
Overige correctie resultatenrekening naar operationele kasstroom: Correctie betaalde kosten productie eigen bedrijf	€ 6.818	
<i>Kasstroom op winstbasis</i>	€ 77.432	
<i>Mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)</i>	-€ 2.881	
Grondstoffen		
Gereed product		
Handelsproducten	-€ 976	
Handelsdebiteuren	-€ 1.480	
Overige vorderingen en overlopende activa	€ 2.768	
Belastingen en premies sociale verzekeringen (mutatie debetzijde op de balans)	€ 141	
Kort deel langlopende schulden	€ 0	
Vooruit ontvangen bedragen	€ 2.303	
Schulden aan leveranciers en handelskredieten	€ 278	
Belastingen en premies sociale verzekeringen (mutatie creditzijde op de balans)	-€ 1.269	
Overige schulden en overlopende passiva	-€ 4.646	
Te betalen belastingen	€ 0	
<i>Kasstroom uit operationele activiteiten</i>		€ 74.551

Er is een verschil van ongeveer € 5.000.000 in het kasstroomoverzicht van de Efteling en de opstelling volgens de theorie. (In de jaarrekening is de operationele kasstroom € 79.806, bestaande uit een kasstroom uit bedrijfsoperaties (€ 92.489) en rente/belastinggeldstromen (-€ 12.683).)

De volgende stap is het berekenen van de investeringskasstroom. Dat wordt gedaan aan de hand van het schema uit figuur 1.10.

Stappen	Omschrijving	Bedrag
1	Waarde vaste activa (materiële en immateriële activa) gecorrigeerd voor herwaardering via reserves (2022)	€ 268.215
2	Minus Afschrijvingen via de resultatenrekening	-€ 38.928
3	Waarde vaste activa als er geen (des) investeringen hebben plaatsgevonden	€ 229.287
4	Waardering vaste activa eindbalans (gecorrigeerd voor herwaardering via reserves (2023))	€ 315.087
5	Saldo investeringen en desinvesteringen (4-3)	€ 85.800

Een complicatie is de productie van de eigen investeringen. In de waarde van de vaste activa op de eindbalans is een bedrag van € 6.818.000 opgenomen. We hoeven geen correctie voor dit bedrag op te voeren, omdat het bedrag bestaat uit de uitgaven aan lonen en materialen, dus een negatieve kasstroom. Bij de berekening voor de operationele kasstromen is de resultatenrekening voor dit bedrag al gecorrigeerd. Opvallend is dat er volgens het kasstroomoverzicht van de Efteling voor ongeveer € 3.600.000 meer is geïnvesteerd dan uit de begin- en eindbalans en de resultatenrekening te achterhalen is.

De vrije kasstroom wordt:

Kasstroom uit operationele activiteiten	€ 74.627.000
Kasstroom uit investeringsactiviteiten	-€ 85.800.000
Vrije kasstroom	-€ 11.173.000

Een negatieve vrije kasstroom betekent dat de Efteling ofwel veel inteert op de liquide middelen of dat er extra vermogen moet worden aangetrokken.

De berekening van de kasstroom uit financieringsactiviteiten kan inzicht geven. Een probleem bij de bepaling van deze kasstroom is dat in de resultatenrekening en balans geen enkele directe aanwijzing te vinden is over een winstuitkering. Er is geen post *Te betalen dividend* te vinden. Dat betekent dat er een inschatting moet worden gemaakt op basis van het idee dat zonder winstuitkering de mutatie van de reserves gelijk moet zijn aan de nettowinst na belastingen. We gebruiken daarvoor onderstaand schema:

Bedrag aan algemene reserves beginbalans	€ 175.918.000
Toevoeging winst uit 2022 zonder winstuitkering (resultaat boekjaar)	€ 33.937.000
Bedrag aan algemene reserves eindbalans zonder winstuitkering	€ 209.855.000
Bedrag aan algemene reserve op eindbalans	€ 201.281.000
Winstuitkering in 2023	€ 8.574.000

De kasstroom uit financieringsactiviteiten wordt: (bedragen × € 1.000):

Tabel 1.6 Kasstroom uit financieringsactiviteiten

Financieringskasstroom

Saldo aantrekken en aflossen van vermogen	-€ 3.000	verschil langlopende schulden begin- en eindbalans
Dividenduitkering	-€ 8.574	berekend
Betaalde rente	-€ 2.758	staat in resultatenrekening
Opbrengsten beleggingen	€ 1.396	staat in resultatenrekening
Correctie waardemutatie effecten	-€ 31	correctie financiële activa uit resultatenrekening
Investering in financiële activa	-€ 187	mutatie begin- en eindbalans gecorrigeerd voor correctie waardemutatie
Correctie belastingen	€ 272	verschil berekende winstbelasting en belasting uit resultatenrekening
Kasstroom uit financieringsactiviteiten	-€ 12.882	

Het verschil met het overzicht in het jaarverslag van de Efteling is dat de renteopbrengst uit de resultatenrekening als een financieringskasstroom wordt gezien. De financiële activa zijn na een negatieve waardemutatie toegenomen. Er is blijkbaar geïnvesteerd in financiële activa, dus een negatieve kasstroom.

Nu alle kasstromen bekend zijn kunnen we de mutatie liquide middelen berekenen:

Kasstroom uit operationele activiteiten	€ 74.551.000	
Kasstroom uit investeringsactiviteiten	-€ 85.500.000	
Kasstroom uit financieringsactiviteiten	-€ 12.882.000	
Mutatie liquide middelen	-€ 24.131.000	en dit is precies het verschil tussen liquide middelen op begin- en eindbalans.

Definities en begrippen



(zie voor het kasstroomoverzicht het formuleblad op de website)

Autonoom vermogen	Autonoom vermogen is het vermogen dat op basis van lening- of eigen-vermogenovereenkomsten aan de onderneming ter beschikking is gesteld.
Balans	Een schematisch overzicht van bezittingen en de wijze waarop deze bezittingen in de vorm van schulden en eigen vermogen zijn gefinancierd.
EBIT	Bedrijfsresultaat, zijnde het verschil tussen opbrengsten en bedrijfskosten (exclusief rente).
EBITDA	Bedrijfsresultaat voor belastingen, rente en afschrijvingen.
Eigen vermogen (<i>equity</i>)	Vermogen dat voor onbepaalde tijd aan de onderneming voor de financiering van activa (en de daarmee verbonden activiteiten) ter beschikking is gesteld.
Geïnduceerd vermogen	Vermogen dat door het uitoefenen van de normale bedrijfsactiviteiten aan een organisatie door derden (vreemd vermogen) of door de eigenaars zelf (in de vorm van ingehouden winsten) ter beschikking wordt gesteld.
Immateriële vaste activa (<i>intangible assets</i>)	Traceerbare, niet fysieke zaken die voor de organisatie of derden een waarde hebben en van belang zijn voor de kernactiviteiten (productie of de handel in goederen of diensten) van het bedrijf.
Materiële vaste activa	Bezittingen die langer dan één productieproces meegaan en die je kunt zien en vastpakken.
Treasury management	Het creëren en in stand houden van financiële randvoorwaarden voor de ontwikkeling van het kernbedrijf van ondernemingen en doelstellingen.
Vaste activa (<i>non-current assets</i>)	Bezittingen van een organisatie die langer dan één productieproces meegaan.

1

Vlottende activa
(*current assets*)

Alle bezittingen die binnen één jaar of één productieproces worden verbruikt en binnen het jaar van de balans verdwijnen.

Vreemd vermogen
(*liabilities*)

Vermogen dat tijdelijk door vermogensverschaffers aan de onderneming is verstrekt.