

# Financieel management en Financiering

Waardering, financiering  
en risicobeheersing



Noordhoff

**Drs. P.A.M. de Keijzer**

3<sup>e</sup> druk



# Financieel management en financiering

Waardering, financiering en risicobeheer

**P. de Keijzer**

---

Derde druk

Noordhoff

Ontwerp omslag: Shootmedia

Omslagillustratie: Bruno Thethe via Pexels

Beeldresearch: Daliz, Den Haag

Foto's:

Brendan Mc Dermid/ Reuters, Londen: p. 80

Angelique Rademakers/ Shutterstock.com: p. 88

Robbie44/ Shutterstock.com: p. 147

Live.euronext.com: p. 329

Westfries archief, Hoorn: p. 379

Npex.nl: p. 388

Ingsprinters.nl: p. 413

Alberts, Martin/ Stadsarchief Amsterdam, Amsterdam: p. 647

JP Stock/ Shutterstock.com: p. 690

nationalebeeldbank.nl: p. 811

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](http://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.*



0 / 21

© 2021 Noordhoff Uitgevers bv, Groningen/Utrecht, Nederland.

Deze uitgave is beschermd op grond van het auteursrecht. Wanneer u (her)gebruik wilt maken van de informatie in deze uitgave, dient u vooraf schriftelijke toestemming te verkrijgen van Noordhoff Uitgevers bv. Meer informatie over collectieve regelingen voor het onderwijs is te vinden op [www.onderwijsenauteursrecht.nl](http://www.onderwijsenauteursrecht.nl).

*This publication is protected by copyright. Prior written permission of Noordhoff Uitgevers bv is required to (re)use the information in this publication.*

ISBN (ebook) 978-90-01-73844-0

ISBN 978-90-01-73843-3

NUR 782

# Voorwoord

Voor u ligt de sterk aangepaste derde druk op het brede terrein van het waarden, het financieren en het beheer van risico van grote investeringsprojecten en strategische bedrijfsbeslissingen.

Het boek is bedoeld voor hbo-studenten Accountancy en Finance en Control. Het boek bevat de lesstof op het gebied van Financiering zoals beschreven in de herziene CEA-eindtermen uit 2016.

Na het verschijnen van de tweede druk in 2016 is de financiële wereld en de manier waarop we naar de financiële wereld kijken verder ontwikkeld. De verwachting was dat de kredietcrisis en de mogelijkheden van IT grote invloed zouden hebben op financiële markten. Uiteindelijk gaan de veranderingen langzaam. De kredietcrisis (2009) was in 2015 ongeveer opgevangen (het reële bruto binnenlands product in 2015 in Nederland was weer gelijk aan 2009). De verwachting was dat partijen op financiële markten zouden hebben geleerd van deze crisis. In 2016 waren er verwachtingen dat er nieuwe partijen op de markt zouden komen die de strijd met het bankwezen, als bron van financiering, zouden aangaan. In 2016 was er volop aandacht voor nieuwe technologieën zoals blockchain, die de rol van het bankwezen als veilige manier om waarden te verplaatsen overbodig zou maken. Eind 2020 zien we dat blockchaintechnologie de verwachting niet helemaal heeft waargemaakt in die zin dat het de traditionele partijen overbodig heeft gemaakt. De traditionele banken zijn voor de meeste bedrijven nog steeds het eerste aanspreekpunt als het gaat om de financiering van de vermogensbehoefte. De ruime monetaire politiek als reactie op de kredietcrisis heeft zich voortgezet, waardoor de rente op staatsschuld al voor een lange tijd negatief is. Partijen hebben moeten wennen aan het idee van een negatieve rente en de verwachting is, ook vanwege COVID-19, dat de rente op lange termijn laag blijft. De verwachting dat de rente laag blijft, lijkt renterisicobeheer als onderdeel van financieel risicobeheer overbodig te maken.

Partijen blijven op zoek naar rendement en dat heeft gezorgd voor een toename van het gebruik van crowdfunding-platforms. Ook de invloed en rol van informal investors is toegenomen. Overigens betekent de tempering van de verwachting over de inzet van nieuwe digitale technieken niet dat alles bij het oude is gebleven. Zo is bijvoorbeeld Adyen als dienstverlener in het betalingsverkeer (met een bankvergunning) anno 2020 een beursliedje geworden. Alhoewel al in 2006 opgericht, was het bedrijf in 2016 nog maar bij een beperkte groep specialisten bekend.

Technologische ontwikkeling geeft kansen voor bedrijven om transacties tussen bedrijven sneller en goedkoper uit te voeren. De rol en functie van

de financieel manager verandert onder invloed van de technologische ontwikkelingen. Er komen andere verschijningsvormen (zoals bijvoorbeeld 'tokens' in plaats van aandelen of schuldbewijzen) en grote investeringsprojecten zijn vandaag de dag nog complexer en internationaler geworden en vertonen sterk wisselende risicoprofielen. De principes op basis waarvan beslissingen worden genomen, blijven hetzelfde. Vandaar dat ik ervoor gekozen heb om de opzet van de derde druk van het boek gelijk te laten aan de opzet van de tweede druk.

Als uitgangspunt voor de bespreking van de theorie en de wijze waarop beslissingen worden genomen, is gekozen voor het idee van de stockholdersbenadering oftewel het streven van bestuurders van bedrijven naar maximale aandeelhouderswaarde. In het boek komt deze benadering tot uiting door de formule van de waarde van organisatie (= contante waarde van de verwachte vrije kasstromen) steeds als uitgangspunt te nemen en aan te geven hoe je de onderdelen uit deze formule (kasstromen, vermogensstructuur en disconteringsvoet) kunt berekenen, maar vooral ook hoe je deze variabelen kunt beïnvloeden. Het helpt als je als docent de studenten steeds wijst op dit uitgangspunt (en de formule) en om aan te geven op welk onderdeel van de formule de stof die je bespreekt betrekking heeft. In de inleiding wordt deze benadering en de opbouw van het boek aan de hand van die formule uitgebreid toegelicht.

De actiefzijde (investering) en passiefzijde (financiering) van investeringen zijn niet los van elkaar te zien. Alleen met een integrale en interdisciplinaire aanpak kunnen investerings- en bedrijfsbeslissingen en risicobeheersingsinstrumenten geoptimaliseerd worden. De financieringswijze beïnvloedt de economische waardering en het risicoprofiel, terwijl de aard van de investering richting geeft aan de optimale vermogensstructuur en werkkapitaalbeheer.

Dit boek beoogt een breed spectrum te dekken, waarbij de docent desgewenst zelf die hoofdstukken kan uitkiezen die het beste bij zijn of haar leermodule of programma aansluiten. Het brede spectrum van financieel management dat in het boek wordt gedekt, omvat: liquiditeitsbeheer, vermogensbeheer, werkkapitaalbeheer, beleggingsleer, rente- en valutarisatiebeheer en financiële markten.

De benadering (streven naar maximale aandeelhouderswaarde en dan vooral op korte termijn) die als uitgangspunt is gekozen, komt steeds meer onder druk te liggen. De aandacht voor de noodzaak van een circulaire economie (als onderdeel van de klimaatdiscussie), de toegenomen inkomens- en vermogensongelijkheid en recentelijk als bijvangst van COVID-19 het besef dat het idee dat marktwerking en een kleine overheid niet automatisch tot meer welzijn leidt, stelt het uitgangspunt stevig ter discussie. Met dit boek heb ik een poging gewaagd niet alleen uit te leggen welke methoden en technieken organisaties gebruiken bij het nemen van hun beslissingen op basis van het idee van streven naar maximale waarde, maar ook te wijzen naar de maatschappelijke discussie op dit gebied. Daarbij heb ik, net zoals in de vorige druk, als voorbeeld dankbaar gebruikgemaakt van artikelen uit *Het Financieele Dagblad*. Deze krant beschouw ik als de huiskrant van de financial. In mijn ogen hebben we onze studenten goed opgeleid als ze uit zichzelf de berichtgeving over financiële aangelegenheden in deze krant volgen, ze begrijpen en ook kunnen plaatsen.

Een veelgebruikt cliché is: 'de enige constante is de verandering'. Dit geldt ook voor de financiële wereld. Studenten die na afronding van hun studie op zoek gaan naar een financiële managementfunctie zullen met grote waarschijnlijkheid in aanraking komen met nieuwe financieringsconstructies en risicobeheersingsinstrumenten, zeker bij grote ondernemingen. Om hen enigszins vertrouwd te maken met de ontwikkelingen en innovaties in de financiële wereld, worden in dit boek naast traditionele instrumenten en methoden ook instrumenten van meer recente datum op het financiële toneel besproken, waaronder instrumenten voor het managen van rente- en valutarisico, hybride vermogenstitels, agencytheorie, corporate governance, securisatie en inzichten uit de behavioural finance. Daarnaast geeft het boek een overzicht van nieuwe financieringsvormen als crowdfunding, blockchain, werkkapitaalfinanciering en wat banken 'stapel'financiering noemen. Kennis van deze innovaties is ook nuttig voor studenten die hun toekomstige werkkring in het mkb zoeken of zelf een eigen bedrijf willen opstarten. Uitgerust met kennis van financiële instrumenten en de plaatsen waar ze informatie over prijzen van producten kunnen vinden, geeft dit de mogelijkheid om hun mkb-werkgever te verrassen met voorstellen die meer waarde toevoegen aan het financiële beleid van de onderneming in het licht van hedendaagse ontwikkelingen.

Voor de aanpassing van deze druk ben ik op zoek gegaan naar nieuwe actuele voorbeelden. Het aantal voorbeelden en verwijzingen naar websites en kranten is uitgebreid. Uiteraard zijn daarbij ook de cijfers geactualiseerd. De meeste hoofdstukken zijn herschreven. Bij de bespreking van onderwerpen uit het boek hebben studenten mij gewezen op moeilijke teksten en onvolkomenheden. Mede door hun aanwijzingen heb ik veel teksten aangepast. Zo zijn bijvoorbeeld de hoofdstukken over financiële markten, opties en actuele ontwikkelingen op financiële markten geheel herschreven. Er is bijvoorbeeld meer aandacht voor het gebruik van beslismomen. De opbouw en volgorde van het boek is hetzelfde gebleven.

Wat gebleven is: het formuleblad (nu per hoofdstuk), een set oefenopgaven per hoofdstuk en uitgewerkte voorbeelden in Excel op [www.financieelmanagementenfinanciering.noordhoff.nl](http://www.financieelmanagementenfinanciering.noordhoff.nl). Ook voorbeeldpresentaties zijn te vinden op deze website. Ik raad u aan om bij de behandeling van de stof een selectie te maken uit deze voorbeeldpresentaties. Soms is het erg veel en ik kan me voorstellen dat niet alle onderdelen uit de hoofdstukken voor de studenten op dat moment relevant zijn.

Het schrijven van een boek blijft mensenwerk. Ook na zorgvuldig 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.

Ik wens de student, maar ook de docent, veel leesplezier.

Piet de Keijzer, Roosendaal  
voorjaar 2021





# Inhoudsopgave

## Inleiding 13

## 1 Treasury management en de financiële functie 19

- 1.1 De financiële functie 22
- 1.2 Treasury management 26
- 1.3 Financiële overzichten 32
  - 1.3.1 Inleiding, balansopstelling en structuur van de balans 32
  - 1.3.2 Balans 34
  - 1.3.3 De winst-en-verliesrekening (resultatenrekening, income statement) 43
  - 1.3.4 Het kasstroomoverzicht 46
- 1.4 Uitgangspunten van het vak financiering en waarden op basis van kasstromen 66

## 2 Investeringsselectie 79

- 2.1 Besluitvorming 81
- 2.2 Investeringsanalyse 82
- 2.3 Investeringsmotieven en vormen van investeringen 86
- 2.4 Investeringsselectiemethoden 91
- 2.5 Netto contante waarde-methode 92
- 2.6 Interne rentabiliteit 118
- 2.7 Beoordelingscriteria bij meerdere projecten tegelijkertijd 122
- 2.8 Inflatie en investeringsselectie 132
- 2.9 Overige selectiemethoden 133
- 2.10 Valkuilen bij het nemen van beslissingen 137

## 3 Investeringsselectie onder onzekerheid 145

- 3.1 Onzekerheid en risico 148
- 3.2 Besluitvorming onder onoplosbare onzekerheid 154
- 3.3 Besluitvorming onder onzekerheid met gegeven kansen 160
- 3.4 Besluitvorming met behulp van beslisbomen 169
- 3.5 Reële opties 173

## **4 Werkkapitaalbeheer en cashmanagement 181**

- 4.1 De cash conversion cycle 183
- 4.2 Werkkapitaalbeheer 185
- 4.3 De beheersing van het werkkapitaal 188
- 4.4 Het voorraadbeheer 193
  - 4.4.1 De noodzaak van voorraden 193
  - 4.4.2 Bestelsystemen 197
  - 4.4.3 De optimale bestelhoeveelheid 202
  - 4.4.4 De beheersing van de voorraden 207
- 4.5 Debiteurenbeleid 210
- 4.6 Debiteurenbeheer 225
- 4.7 Factoring 231
- 4.8 Crediteurenbeheer 238
- 4.9 Cashmanagement 240
  - 4.9.1 De onderdelen van cashmanagement 240
  - 4.9.2 Saldobeheer 242
  - 4.9.3 Geldstroombeheer 250
  - 4.9.4 Liquiditeitsbeheer 255

## **5 Bankkrediet en het kredietrisico 269**

- 5.1 Financieel risicomanagement 271
- 5.2 Investor relations 272
- 5.3 Kredietrisico 276
  - 5.3.1 Algemeen 276
  - 5.3.2 De Baselse akkoorden 278
  - 5.3.3 Systematiek berekening kredietrisico voor niet-financiële bedrijven door creditraters en het bankwezen 288
- 5.4 Financiële analyse ten behoeve van een kredietbeoordeling 291
- 5.5 Z-score van Altman 314
- 5.6 Zekerheden 316
- 5.7 Bankvoorwaarden en offerte 319

## **6 Producten en ontwikkelingen op financiële markten 325**

- 6.1 De financiële markt 328
- 6.2 Kenmerken van producten aangeboden op financiële markten 343
  - 6.2.1 Financiële producten op officiële markten 343
  - 6.2.2 Producten aangeboden op onderhandse markten 347
  - 6.2.3 Partijen op de financiële markten 349
- 6.3 Ontwikkelingen op de geld- en kapitaalmarkt 358

## 7 Eigen vermogen 371

- 7.1 Institutionele kenmerken van het eigen vermogen 373
  - 7.1.1 Kenmerken van eigen vermogen 373
  - 7.1.2 Categorieën van aandelen 376
  - 7.1.3 Beschermingsconstructies 382
- 7.2 De aandelenemissie 387
- 7.3 Winstuitkering aan aandeelhouders 394
- 7.4 De prijs van een aandeel 400
- 7.5 Kengetallen en financiële criteria van beleggers en investeerders 408
  - 7.5.1 Fundamentele analyse 408
  - 7.5.2 Technische analyse 411
- 7.6 Aandelenemissie 413
  - 7.6.1 Inleiding 413
  - 7.6.2 Bepalen van de emissieprijs 416

## 8 Vreemd vermogen 429

- 8.1 Kenmerken en verschijningsvormen van vreemd vermogen 432
- 8.2 Obligatielening 434
  - 8.2.1 Kenmerken van de obligatielening 434
  - 8.2.2 Waardering van de obligatielening 441
  - 8.2.3 De bepaling van het effectieve rendement (de yield) van een lening/obligatie en de yieldcurve 447
  - 8.2.4 Converteerbare obligatielening 456
- 8.3 De onderhandse lening 468
- 8.4 Objectfinanciering 469
  - 8.4.1 Inleiding 469
  - 8.4.2 Hypothecaire lening 469
  - 8.4.3 Leasing 469
  - 8.4.4 Werkkapitaalfinanciering 472
- 8.5 Stapelfinanciering 474

## 9 Kostenvoet van het eigen vermogen 481

- 9.1 Inleiding 486
- 9.2 De moderne portefeuilletheorie 487
  - 9.2.1 De bepaling van het verwachte rendement 487
  - 9.2.2 De bepaling van het verwachte risico 493
  - 9.2.3 Het principe van het combineren van aandelen in een portefeuille 495
  - 9.2.4 De efficiënte grenslijn 504
  - 9.2.5 De kapitaalmarktlijn 510
- 9.3 Capital Asset Pricing Model 518
  - 9.3.1 De portefeuillegevoeligheid voor marktrisico wordt gemeten met de bèta 518
  - 9.3.2 CAPM 520
  - 9.3.3 Berekeningen met bèta 524
- 9.4 De Efficiënte Markthypothese 526
- 9.5 De beperkingen van CAPM 533
  - 9.5.1 Arbitrage Pricing Theory 533
  - 9.5.2 Fama & French 534
- 9.6 Small-firm effect 534
- 9.7 De build-up methode 537

- 10 Vermogensstructuur en vermogenskosten 543**
- 10.1 Overzicht van theorieën en veronderstellingen 546
  - 10.2 Modigliani & Miller 1958 549
  - 10.3 De rol van belastingen, M&M aangepast 555
  - 10.4 De rol van het insolventierisico, de trade-off theorie 563
  - 10.5 Bepaling van de vermogensstructuur in de praktijk 567
    - 10.5.1 Pecking Order Theorie 567
    - 10.5.2 Financiering en de levenscyclus van de onderneming 572
  - 10.6 M&M toegepast in het kader van het dividendbeleid 577
    - 10.6.1 Het dividendvraagstuk in een perfecte wereld 577
    - 10.6.2 De invloed van marktimperfecties op de conclusie van het optimale dividendbeleid 580
- 11 Ontwikkeling van theorieën en externe ontwikkelingen in het gebruik van financiële markten 599**
- 11.1 Hedendaagse ontwikkelingen in financieringsland 602
  - 11.2 De onderneming als spil in een netwerk van economische relaties 603
  - 11.3 Maatschappelijk verantwoord ondernemen 605
    - 11.3.1 Sociaal ondernemingsbeleid 608
    - 11.3.2 Milieubeleid 608
    - 11.3.3 Maatschappelijke betrokkenheid 609
    - 11.3.4 Ethische gedragscodes 609
  - 11.4 Maatschappelijk verantwoord financieren 611
  - 11.5 Corporate governance 616
  - 11.6 Corporate accountability 622
  - 11.7 Agencyvraagstukken binnen grote ondernemingen 626
    - 11.7.1 Agencytheorie 626
    - 11.7.2 De raad van bestuur versus de aandeelhouder, een uitwerking van de agencytheorie 627
  - 11.8 Behavioural finance 630
  - 11.9 Grenzen aan arbitrage en behavioural finance 636
- 12 Opties en optiewaardering: theorie en praktijk 641**
- 12.1 Het ontstaan van opties 642
  - 12.2 Kenmerken van opties 644
  - 12.3 De georganiseerde optiehandel 647
  - 12.4 Het gebruik van (aandelen)opties 649
  - 12.5 Kenmerken van (aandelen)opties 652
  - 12.6 Prijs van (aandelen)opties 659
  - 12.7 Verklaring van de premies tussen verschillende optieseries 659
  - 12.8 Put-call-pariteit 663
  - 12.9 Boven- en ondergrens van de waarde van een calloptie 668
  - 12.10 Waardebepalende factoren vóór afloopdatum 670
  - 12.11 Prijsontwikkeling volgens een binomiaal model 673
  - 12.12 Een algemeen eenperiode binomiaal prijsontwikkelingsmodel 678
  - 12.13 Black & Scholes-optiewaarderingsformule (B&S) 683
  - 12.14 Waarderen van opties ten behoeve van balansverwerking 686

## **13 Renterisicobeheer 689**

- 13.1 Renterisico 691
- 13.2 Methoden om de omvang van het renterisico in kaart te brengen 693
  - 13.2.1 Gap-analyse 693
  - 13.2.2 Durationanalyse 694
  - 13.2.3 Value at Risk (VaR) 704
- 13.3 Instrumenten ter beheersing van het renterisico 707
  - 13.3.1 Geldmarkttechniek 715
  - 13.3.2 Forward Rate Agreement (FRA) 717
  - 13.3.3 Interest Rate Swap (IRS) 723
  - 13.3.4 Rentefuture 736
  - 13.3.5 Renteoptie 742
- 13.4 Creëert risicobeheer waarde? 748

## **14 Valutarisicobeheer 753**

- 14.1 De valutamarkt 755
- 14.2 Koersnotering en werkwijze van banken 757
- 14.3 Wisselkoerssystemen en prijsvorming 758
- 14.4 Vormen van valutarisico 771
- 14.5 Organisatie van het valutarisicobeheer 773
- 14.6 Instrumenten ter beheersing van valutarisico's 777
  - 14.6.1 Geld- en kapitaalmarkttechniek 778
  - 14.6.2 Termijncontract 781
  - 14.6.3 Valutaswap 786
  - 14.6.4 Valutaoptie 790
  - 14.6.5 Het gebruik van valutaopties 794
  - 14.6.6 Combinatie van opties 799

## **15 Bedrijfswaardering en bedrijfsovername 805**

- 15.1 Inleiding 808
- 15.2 Motieven voor samenwerking of bedrijfsovername 812
  - 15.2.1 Synergie 812
  - 15.2.2 Overige motieven 815
- 15.3 Het bedrijfsovernameproces 816
- 15.4 Methoden van bedrijfswaardering 820
  - 15.4.1 Inleiding 820
  - 15.4.2 Normaliseren en rationaliseren 821
  - 15.4.3 De methode van de intrinsieke waarde 823
  - 15.4.4 Goodwill-methode 827
  - 15.4.5 Ratio-analyse (multiple analysis) 830
  - 15.4.6 De methode van de rentabiliteitswaarde 831
  - 15.4.7 De methode van de verbeterde rentabiliteitswaarde 836
  - 15.4.8 De discounted cashflow-methode (DCF, tweestapsmethode) 838
  - 15.4.9 De aangepaste contante waarde-methode (Adjusted Present Value) 846
- 15.5 Overige elementen bij bedrijfsovername in het mkb 850

**16 Value based management 855**

16.1 Waardecreatie 857

16.2 Het meten van waardecreatie 863

**Formuleblad 872**

**Register 888**

# Inleiding

---

In dit boek bieden we 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

Als een veelomvattende case, waarbij de besproken theorieën en technieken nodig zijn, komen we tot de waardering van een bedrijf in het kader van een bedrijfsovername. Alle theorie, besproken in de hoofdstukken 1 tot en met hoofdstuk 14, staat in dienst van de bedrijfswaardering. Daarmee wordt de verbinding gelegd tussen de theorie, denkbeelden over financiële markten en de dagelijkse praktijk.

Naast de traditionele instrumenten en methoden bevat dit boek ook inzichten die ingaan op het gedrag van partijen zoals agencytheorie, corporate governance, securisatie en inzichten uit de behavioural finance. Ook is er aandacht voor maatschappelijke ontwikkelingen als circulaire economie en corporate accountability, waarin het streven naar maximale aandeelhouderswaarde op korte termijn ter discussie wordt gesteld. 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, te weten:

## Deel 1 De financiële overzichten

Met de bespreking van de financiële overzichten, met de nadruk op het kasstroomoverzicht, passeren de belangrijkste basisbegrippen de revue. De nadruk ligt op de bespreking van het kasstroomoverzicht. Het kasstroomoverzicht wijkt af van de indeling, zoals vastgelegd in de verslaggevingsregels. Het uitgangspunt van het boek is en blijft het streven naar maximale aandeelhouderswaarde. Het kasstroomoverzicht wordt in dit boek niet gezien als een verantwoording van de mutatie van de post *Liquide middelen*. Het wordt gezien als een methode om de toekomstige kasstromen te berekenen.

- Deel 2** De investeringsbeslissing (met en zonder onzekerheid) en werkkapitaalbeheer  
Een bedrijf start met de vraag welke markten je wilt bedienen en hoe je deze wilt bedienen. Deze laatste vraag is in feite de investeringsbeslissing. Vandaar dat in hoofdstuk 2 en hoofdstuk 3 methoden en technieken een plaats hebben gekregen die gebruikt worden bij het nemen van de investeringsbeslissing. In hoofdstuk 2 wordt een investering gezien als het geld dat nodig is voor de aanschaf van vaste activa en het draaiende houden van de organisatie. Veel bedrijven onderschatten de vermogensbehoefte uit hoofde van de exploitatie van de vaste activa. Hoofdstuk 4, werkkapitaalbeheer, heeft in deze zin een dubbele functie. Het geeft studenten methoden en technieken om de omvang van het werkkapitaal (als onderdeel van de vaststelling van de vermogensbehoefte) te bepalen. Daarnaast wordt uitgelegd, in het kader van de beheersing van de organisatie, hoe je als financieel manager de omvang van het werkkapitaal kunt beheersen.
- Deel 3** Invulling van het financieringsplan  
De logische stap na het nemen van de investeringsbeslissing is de invulling van het financieringsplan. Nadat je hebt uitgerekend dat een investering kan bijdragen aan een toename van de aandeelhouderswaarde komt de vraag: hoe gaan we de investering financieren? In hoofdstuk 5 wordt ingegaan op de vraag hoe vooral banken zo'n financieringsplan beoordelen (balansanalyse) en hoe de bank zo'n plan invult. De praktijk staat hier centraal. Van studenten wordt verwacht dat ze na het doornemen van de eerste vijf hoofdstukken een financieringsaanvraag financieel kunnen onderbouwen met het aanleveren van een prognose (balans, resultatenrekening en liquiditeitsbegroting) waarbij rekening wordt gehouden met de algemeen geaccepteerde normen.
- Deel 4** De financiële markten  
De bepaling van de toekomstige kasstromen en de verwerking hiervan in financiële overzichten stond in de eerste vijf hoofdstukken centraal. Daarbij was de disconteringsvoet gegeven. Met de bespreking van de producten die op financiële markten worden aangeboden (Hoofdstuk 6, 7 en 8) wordt een begin gemaakt met de berekening van de disconteringsvoet. Om de disconteringsvoet te kunnen berekenen moet je inzicht hebben in de werking van financiële markten.
- Deel 5** De invulling van de disconteringsvoet  
Mijn ervaring is dat studenten hoofdstuk 9 en 10 als zeer lastig ervaren. Er wordt een beroep gedaan op basiskennis wiskunde en statistiek. Formules lijken op elkaar en het is een ver-van-mijn-bedshow. Er wordt een beroep gedaan op het abstractieniveau van de student. Toch is de theorie die in deze hoofdstukken wordt aangeboden van belang. Het is de basis voor de berekening van de kostenvoet van het totaal vermogen. Op het moment dat de hoofdstukken 1 t/m 10 zijn besproken, heeft de student in principe de basis om bedrijven te kunnen waarderen.



## Deel 6 De financiële markten nader beschouwd

Als afsluiting van de werking van de financiële markten wordt in hoofdstuk 11 het gedrag van partijen op deze markten besproken. In dit hoofdstuk wordt ook ingegaan op de kritiek vanuit de maatschappij op het streven naar maximale aandeelhouderswaarde op korte termijn. Niet alleen het gedrag van beleggers, maar ook het gedrag van bestuurders komt hier uitgebreid aan bod.

## Deel 7 Financieel risicobeheer

Het gebruik van derivaten als mogelijkheid om risico's te beheersen, is de kern van het onderdeel financieel risicobeheer. In hoofdstuk 12 worden kenmerken en het gebruik van aandelenopties als opmaat naar het rente- en valutarisicobeheer besproken. De lage rente lijkt in 2020 een rentebeleid overbodig te maken, maar vanuit het verleden weten we dat wat kan dalen ook weer heel snel kan stijgen. In deze hoofdstukken is de praktijk als uitgangspunt genomen.

## Deel 8 Bedrijfswaardering en Value based management

In de laatste twee hoofdstukken worden alle in de vorige hoofdstukken genoemde methoden en technieken gebruikt om studenten te laten ervaren hoe men in de praktijk omgaat met de inzichten uit het vakgebied. Beide hoofdstukken bevatten weinig nieuwe inzichten, of je nu investeert in een machine of een bedrijf maakt qua methode en technieken niet veel uit. De complexiteit en het scala aan technieken om een bedrijf te waarderen maakt een bedrijfswaardering wel degelijk een uitdaging.

Zoals hiervoor beschreven bestaat het boek uit acht min of meer los van elkaar te bestuderen onderdelen uit het vakgebied. Niet helemaal los, omdat je soms methoden, technieken en inzichten uit een reeds beschreven onderdeel nodig hebt. 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 we ervoor gekozen hebben bepaalde onderdelen en formules op meerdere plaatsen in het boek (soms identiek, soms beknopter) te beschrijven. Dat geeft dubbelingen. Het is geen 'fout' of onzorgvuldigheid, maar een bewuste keuze om het zoeken in het boek (van hoe was het ook alweer) te beperken.

Studenten in het hbo lijken vaak te houden van een zwart-witverhaal. Ze willen het graag goed doen en enige nuancering lijken ze niet altijd op prijs te stellen. De werkelijkheid is in veel gevallen grijs. Er bestaat niet altijd een goed of een fout. De redenering die je leidt naar een antwoord of een keuze geeft meer toegevoegde waarde dan het antwoord zelf. Bij het schrijven van het boek zijn we regelmatig geconfronteerd met dilemma's. Enerzijds wil je het eenvoudig houden, waarbij je de nuance en de werkelijkheid geweld aandoet om het voor een student behapbaar te houden. Anderzijds wil je het verhaal wel in zijn geheel vertellen. Als handreiking is ervoor gekozen om in de tekst artikelen of toelichtingen op te nemen. Studenten en docenten kunnen deze artikelen en toelichtingen overslaan zonder de rode draad te verliezen. Voor de geïnteresseerde student bevatten deze teksten nuances en toelichtingen op de stof. Het is aan de student en de docent om te bepalen hoe ermee om te gaan (verplichte leerstof of verrijking?).

Om financiële vakbekwaamheid te verwerven, dienen 'de logica van het begrijpen' en 'de kunst van het doen' harmonisch geïntegreerd te worden. Om financiële vaardigheden onder de knie te krijgen is het oplossen van vraagstukken onontbeerlijk. Het boek zelf bevat geen opgaven. De opgaven en de uitwerkingen ervan zijn te vinden op de website [www.financieelmanagementenfinanciering.noordhoff.nl](http://www.financieelmanagementenfinanciering.noordhoff.nl), die we zo veel mogelijk actueel houden.

Het gebruik van wiskunde is in het boek geminimaliseerd. Helaas is het vak financiering 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. In het boek is een uitgebreid formuleblad opgenomen, dat ook te vinden is in de vorm van een Word-bestand op de site.

Schrijven is vooral schrappen, al valt dat soms moeilijk te geloven gelet op het aantal bladzijdes van deze uitgave. In de praktijk is het financieringsprobleem een complex geheel. Als treasurer moet je de instrumenten kennen, de markt kunnen doorgronden en snappen dat ook de treasuryfunctie onderworpen is aan de principes van Administratieve Organisatie en Controlling. Om instrumenten te kunnen begrijpen, is kennis van financiële rekenkunde nodig. Het vakgebied algemene economie bestudeert ontwikkelingen op financiële markten om prijsontwikkelingen en gedrag van politici en monetaire autoriteiten te begrijpen (en te beïnvloeden).

#### *Vakmatige toelichting op de indeling van het boek*

De rode draad in dit boek is de definitie van het begrip waarde, met als definitie van dat begrip: waarde is de contante waarde van de verwachte kasstromen. Deze definitie komt het beste tot uiting in de formule voor het berekenen van de waarde van een bedrijf. Deze formule is:

$$\text{Marktwaarde bedrijf} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{\text{verwachte vrije kasstroom}_t}{(1 + \text{vermogenskostenvoet})^t}$$

Het helpt om per hoofdstuk steeds te verwijzen op welk onderdeel van de formule de lesstof betrekking heeft. Het uiteindelijke doel is dat studenten de marktwaarde van een bedrijf (mkb) kunnen berekenen op basis van argumenten.

Uitgaande van deze kernformule is de opbouw van het boek:

- 1 De berekening van de (verwachte) vrije kasstromen vind je in hoofdstuk 1 en de toepassing ervan in hoofdstuk 2.
- 2 De berekening van de vermogenskostenvoet vind je in verschillende hoofdstukken.
  - a De berekening start met de constatering in hoofdstuk 5 dat er verschil is in gerealiseerde rendementen in de vorm van de berekening van de rentabiliteit van het totale vermogen (RTV), rentabiliteit van het eigen vermogen (REV) en rentabiliteit van het vreemde vermogen (het rentepercentage: RVV) en de geëiste kostenvoet. De term voor de op de toekomst gerichte kostenvoet is de 'gewogen gemiddelde kostenvoet' oftewel de wacc.

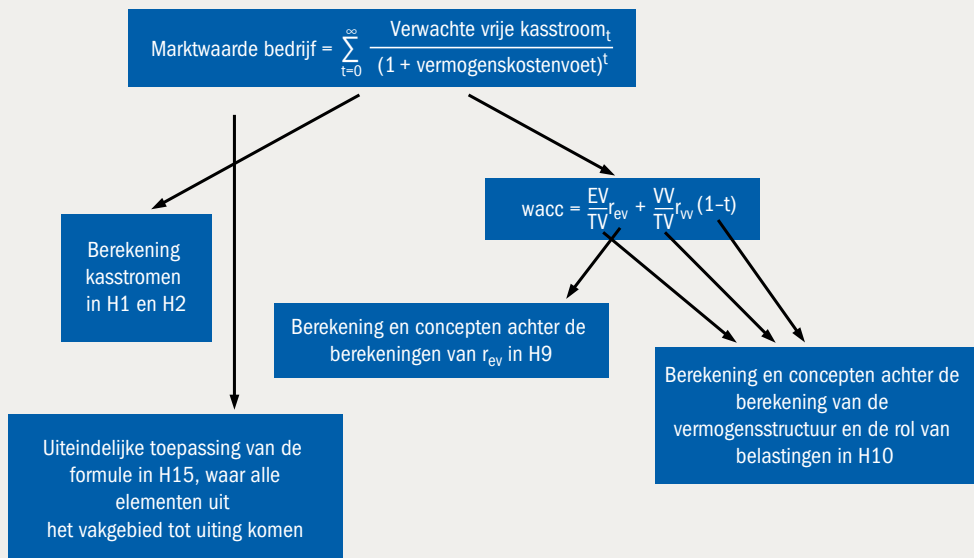
b De formule van de vermogenskostenvoet als geëist rendement is:

$$wacc = \frac{EV}{TV} r_{ev} + \frac{VV}{TV} r_{vv}(1 - t)$$

In deze formule staan  $r_{ev}$  en  $r_{vv}$  voor het geëiste rendement op eigen en vreemd vermogen. Dit is echt iets anders dan een gerealiseerd rendement. Het is dan ook van groot belang om het verschil tussen REV en  $r_{ev}$  te zien en te begrijpen. In hoofdstuk 5 kijken we nog terug. Om de hoogte van de wacc te kunnen berekenen is het nodig om inzicht te hebben in de berekening van de hoogte van de  $r_{ev}$  en  $r_{vv}$ . In de hoofdstukken 7 en 8 maar vooral in hoofdstuk 9 wordt uitgebreid ingegaan op de berekening van de twee kostenvoeten. Deze hoofdstukken zijn inleidingen op het uiteindelijke doel: de berekening van de kostenvoet.

c In de kernformule wordt verwezen naar de vermogensstructuur ( $EV/TV$  en  $VV/TV$ ). In hoofdstuk 10 wordt de vraag gesteld in hoeverre er sprake is van een optimale vermogensstructuur en daarbij een minimale vermogenskostenvoet. Uit de formule blijkt duidelijk dat belastingheffing een rol speelt bij de bepaling van de waarde van de onderneming. Ook dit fenomeen wordt in hoofdstuk 10 besproken.

Samengevat ziet de opbouw van het boek met betrekking tot waarderen er als volgt uit:



Als voorbereiding op het idee van waardering wordt in H7 en H8 de formule gebruikt voor de waardering van aandelen (H7) en schuldtitels (H8). De verwachte vrije kasstroom bestaat bij de waardering van een aandeel uit het verwachte dividend. De disconteringsvoet is  $r_{ev}$ . De rentebetaling en aflossing met als disconteringsvoet de relevante marktrente zijn de onderdelen uit de formule in H8.

012

# 1

# Treasury management en de financiële functie

- 1.1 De financiële functie
- 1.2 Treasury management
- 1.3 Financiële overzichten
  - 1.3.1 Inleiding, balansopstelling en structuur van de balans
  - 1.3.2 Balans
  - 1.3.3 De winst-en-verliesrekening (resultatenrekening, income statement)
  - 1.3.4 Het kasstroomoverzicht
- 1.4 Uitgangspunten van het vak financiering en waarden op basis van kasstromen

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?
- Wat zijn centrale uitgangspunten in beheersing van de organisatie en ondersteuning bij de besluitvorming volgens het vakgebied corporate finance?

Onder beroepsgenoten vindt voortdurend een discussie plaats over de rol en plaats van de financiële functie in een snel veranderende wereld. Zo werd in het tijdschrift *Finance & Control* door dr. A. de Waal (Universiteit van Maastricht) in mei 2014 gesproken over de financial 3.0.

‘De financial 3.0 is onder andere een professionele dienstverlener met lef en durf, die weet wat er speelt in de organisatie, de achtergrond van de business kent, in die business rondloopt, een mening heeft en die kenbaar maakt aan het management, keuzes maakt en projecten volledig en naar tevredenheid afmaakt.’

Uit de beschrijving is op te maken dat ‘wie je bent’ misschien nog belangrijker is dan ‘wat je weet’ in de financiële functie.

In *Controllers Magazine* (jan/febr 2020) geeft N. Janssen, Senior Director Corporate Development EMEA, onder andere aan dat de financial van tegenwoordig, als gevolg van automatisering, zich meer bezig moet gaan houden met ‘vooruitkijken’ (forecasting). Hij stelt:

‘Dat deel van de financiële cyclus (de verwerking van de dagelijkse financiële transacties) wordt meer en meer geautomatiseerd naar een ERP-systeem. Wij kwamen daardoor veel meer aan de controllingkant te zitten. Waarbij het goed is om te weten wat je afgelopen maand aan omzet hebt gedraaid en waar deze vandaan kwam, maar dat het vooral zaak is te kijken waar de kansen liggen voor de toekomst. Van tachtig procent achteruitkijken en twintig procent vooruit, ga je naar vijftig/vijftig en vervolgens draai je naar twintig/tachtig’. Het is van belang dat de controllers door het stellen van vragen in verbinding met de business zijn. ‘Je moet als financial weten met welke grote klanten we aan het praten zijn, welke klanten overwegen om uit te breiden of in te krimpen in onze datacenters en welke klanten ons eventueel verlaten.’

In hetzelfde blad geven drie deskundigen op het gebied van controlling aan dat

- digitalisering (enerzijds de *automatisering van transactionele activiteiten* (verwerking van facturen, loonadministratie, opstellen van standaardrapportages) en anderzijds *het gebruik van (big) data analytics*, waarbij interne en externe data gecombineerd worden),
- risicomanagement en
- ethiek en moed

de drie belangrijkste trends zijn waar financials zich in de twintiger jaren mee bezig houden.

In Nederland wordt binnen de Nederlandse Beroepsorganisatie (NBA) en de Vereniging voor Register Controllers (VRC) onderzoek gedaan naar ontwikkelingen binnen het beroep van de financieel professional. In 2014 schrijven beide verenigingen in een gezamenlijk gepubliceerd ‘Visiedocument over het beroep van Financieel Professional’:

‘De financieel professional is iemand die op het hoogste niveau is opgeleid en beschikt over de deskundigheid en competenties om financieel eindverantwoordelijk te zijn. Titels van functies die daarbij horen: financieel directeur, chief financial officer, controller, manager finance & control, management accountant, business analist of manager op het gebied van governance, risk & compliance.’

In 2018 komt de NBA met het document ‘Maturiteitsmodel Financieel Professional 2022’.

Naast de eerder genoemde beroepen gaat men in het document vooral in op de rollen die de financieel professional in een organisatie vervult. Bekende rollen in deze zijn: informatiemanager/datamanager, analist, processpecialist, reporter, adviseur, auditor.

In 2020 komt de VRC met een visie op het beroep. Op haar site nodigt de vereniging haar leden uit om deel te nemen aan gesprekken over de toekomst van het beroep.

De vraag die de hiervoor genoemde uitspraken en ontwikkelingen oproepen, is: 'Waaruit bestaat de financiële functie?' of 'Is er wel zoiets als een eenduidige beschrijving van de financiële functie?'

Een hulpmiddel bij het beantwoorden van deze vraag is een procesmodel uit 2004 dat gebaseerd is op een onderzoek van het Amerikaanse Institute of Management Accountants (IMA). Volgens dit onderzoek maken de volgende processen onderdeel uit van de financiële functie en zijn derhalve uitgangspunt voor het vakgebied financieel management.

<p><b>General accounting</b> accounting systems and financial reporting accounting policy consolidations compliance reporting</p> <p><b>Management and cost accounting</b> cost accounting systems project accounting customer and product profitability cost accounting systems</p> <p><b>Business planning</b> short-term budgeting process capital budgeting long-term strategic planning</p> <p><b>Business analysis and decision making</b> internal consulting financial and economic analyses transfer pricing mergers, acquisitions and divestments computer systems and operations</p>	<p><b>Control</b> internal auditing quality systems and control resource management (fixed assets, inventory, etc.)</p> <p><b>Treasury and cash management</b> external financing risk management investments of funds credit and collection</p> <p><b>Business taxation</b> tax compliance tax planning and strategy</p> <p><b>Organizational change and development</b> process improvement educating improvement</p> <p><b>Administration</b> managing the accounting / finance function human resources for the accounting / finance function</p>
---	---

Treasury en cash management worden in dit overzicht als aparte processen benoemd. De activiteiten die betrekking hebben op de treasury- en cashmanagementfunctie lijken te behoren bij het vakgebied financiering, ook wel corporate finance genoemd. In het boek *Business performance management* (redactie de heer T. Wentink) stelt de heer J. Grazell onder andere het volgende:

'Samenvattend maken de volgende onderdelen een bestanddeel uit van het vakgebied financieel management:

- Investeringsbeslissing
- Risicomanagement
- Financieringsbeslissing
- Dividend-, beloning- en toezichtbeslissing

Naast deze beslissingen worden door het management van ondernemingen exploitatiebeslissingen getroffen. Het gaat hier om inkoop-, productie- en verkoopbeslissingen. Dit type beslissingen wordt traditioneel in het vakgebied accounting bestudeerd.'

Als je alle constatering naast elkaar zet, dan zie je dat er verschillende invalshoeken zijn om het onderwerp financiële functie en het daaraan gelieerde vakgebied financieel management te beschrijven. De vraag is in hoeverre de verschillende manieren elkaar uitsluiten of aanvullen.

## 1.1 De financiële functie

De financiële functie in organisaties 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 konden worden. Het verwerken van de dagelijkse financiële transactie noemen we het operationele niveau. Het gebruik van pakketten met een ERP-karakter (voor het grootbedrijf bijvoorbeeld SAP, Oracle en voor het mkb bijvoorbeeld Navision, Exact) maakt het mogelijk om dagelijkse transacties, zonder tussenkomst van de mens, automatisch te verwerken. Daarnaast gaan organisaties steeds meer aan de slag met robotics process automation. Robotic process automation (RPA) is de automatisering van op business rules gebaseerde bedrijfsprocessen door middel van een software-applicatie of een 'software robot'. Met behulp van min of meer geavanceerde software gaat het systeem op zoek naar kenmerken in de elektronisch aangeleverde informatie om deze informatie vervolgens automatisch te kunnen verwerken. Een voorbeeld hiervan is het automatisch op de juiste rekening boeken van digitale ontvangen facturen. Ook de periodieke rapportages zoals de omzet, kosten, voorraadposities enzovoort gaan steeds meer automatisch. In plaats van zelf de grafieken maandelijks uit de data te maken, genereert de computer ze vanzelf na een druk op de juiste knop. Uit onderzoek naar de rol en ontwikkeling van de taken en activiteiten van administrateurs en controllers, blijkt dat de verwachting is dat het aandeel van deze transactieverwerking en rapportering in de takenpakketten in de toekomst nog meer afneemt. Werkzaamheden als *meten*, *analyseren* en *beheersen van risico's* (taken op tactisch niveau) en het meedenken over de ontwikkeling van de organisatie op strategisch niveau (*business partner*) als onderdelen van de uitvoering van de financiële functie nemen toe. Het gevolg is dat het traditionele beroep van boekhouder steeds minder voorkomt en plaats heeft gemaakt voor de controller.

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.

Betrouwbare informatie

Robotics process automation



**DE INVLOED VAN IT OP HET WERK:**

<b>Assisted Intelligence</b>	<b>Augmented Intelligence</b>	<b>Automated Intelligence</b>
<i>Vandaag</i>	<i>Morgen</i>	<i>Toekomst</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Automatiseren van repetitieve, gestandaardiseerde of tijdrovende taken en toepassen van assisted intelligence.</li> <li>• Toenemende vraag naar STEM-vaardigheden (Science, Technology, Engineering and Mathematics) om nieuwe technologische ecosystemen te bouwen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ingrijpende wijziging in de aard van werk. Mens en machine werken samen bij het nemen van beslissingen.</li> <li>• Unieke menselijke eigenschappen – emotionele intelligentie, creativiteit, overtuigingskracht en innovatie – krijgen meer waarde.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Adaptieve 'continuous intelligence'-systemen nemen besluitvorming over.</li> <li>• De toekomst van menselijk werk staat ter discussie.</li> </ul>

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

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 financial controller houdt zich vooral bezig met processen rondom de primaire vastlegging van financiële feiten en rapporteert daarover aan het management of de managerial controller. De managerial controller ontwerpt kritische prestatie-indicatoren en maakt overzichten die kunnen dienen als input bij 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.

**Controller**

**Financial controller**

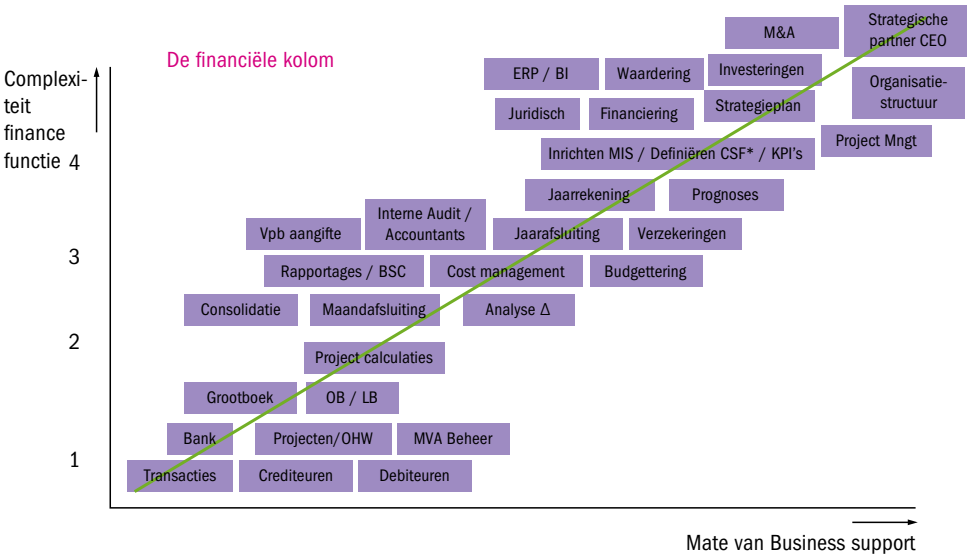
**Managerial controller**

**Business controller**

**Inrichting van de Planning & Control-cyclus**

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

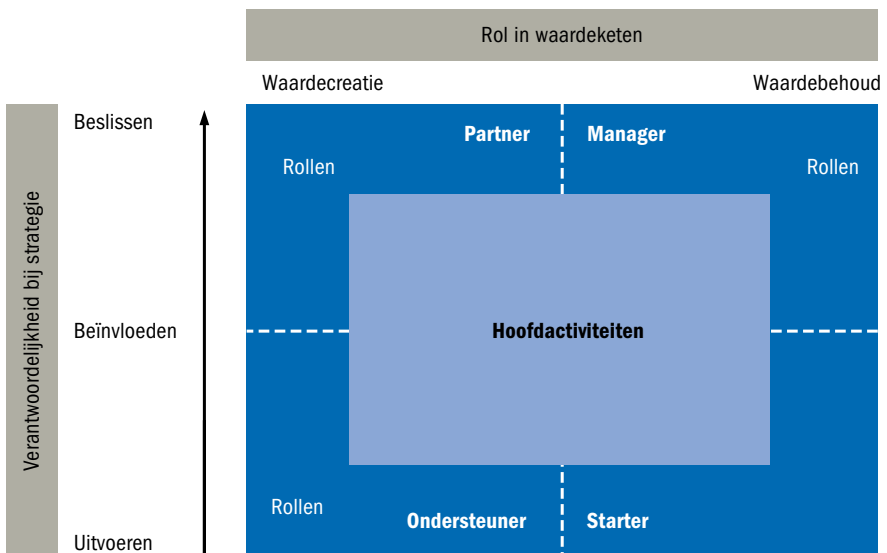
FIGUUR 1.1 Overzicht van taken van de financial



In 2018 heeft de NBA het visiedocument van de Vereniging voor Register Controllers/NBA geactualiseerd in het document 'Maturiteitsmodel Financieel Professional 2022'.

In dit document gebruiken de opstellers het maturiteitsmodel, zie figuur 1.2. Het model onderscheidt twee dimensies: verantwoordelijkheid bij strategie en rol in de waardeketen.

FIGUUR 1.2 Maturiteitsmodel



Toelichting op het Maturiteitsmodel:

Een financieel professional met een hoge verantwoordelijkheid bij strategische beslissingen. Op een niveau lager zal de financieel professional strategische beslissingen direct kunnen beïnvloeden zonder deze zelf te nemen. Op het laagste niveau gaat het hierbij vooral om strategie-implementatie.

Voor wat betreft de rol van de financieel professional in de waardeketen zal hij in meer of mindere mate betrokken zijn bij waardebehoudende dan wel waardedoelvoegende activiteiten. Waardebehoudende activiteiten hebben vooral het financiële domein als werkingsgebied, waar waardedoelvoegende activiteiten vooral het bedrijfsdomein als werkingsgebied hebben. Het financiële domein is het domein waarin de financieel professional als dienstverlener aan het bedrijfsdomein fungeert. Waardebehoud richt zich op die activiteiten van een financieel professional die belangrijk en/of wettelijk verplicht zijn, maar die desondanks niet of beperkt resulteren in waardecreatie voor een organisatie. Dit zou bijvoorbeeld het maken van een maandrapportage met alleen financiële, retrospectieve informatie, zonder stuurinformatie en KPI's, kunnen zijn. Het bedrijfsdomein is het domein waaraan een organisatie haar bestaansrecht ontleend, en waar haar missie, visie, strategie en doelstellingen omheen zijn gebouwd. Waardecreatie staat voor die activiteiten van de financieel professional die de waarde van een organisatie kunnen doen toenemen, zoals een goede investeringsanalyse met marktinformatie en scenario's.

Het model volgt verder de kerngebieden van de controller, zoals die zijn toegelicht in het Visiedocument.

**Figuur 1.3** Rollen en kerngebieden van de financiële functie (ontleend aan 'Visiedocument over het beroep van Financieel Professional')

Kerngebied → Rol ↓	Strategisch Management	Prestatie Management	Finance Operations & Reporting	Governance, Risk & Compliance
<b>Adviserend/ beslissings- ondersteunend</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Strategisch niveau</li> <li>portfolio, overname en (des)investeringsbeslissingen</li> <li>prijs-, markt- en klantstrategie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tactisch niveau</li> <li>kapitaalinvesterings</li> <li>werkkapitaal management</li> <li>verhogen effectiviteit en efficiency organisatie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>benodigde (niet) financiële informatie voor het management</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>governance</li> <li>risicomanagement en regelgeving</li> </ul>
<b>Primair financieel administratief proces</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>financierings- en belastingstrategie</li> <li>analyses en scenario's</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>effectief management control systeem, zoals begroting, forecasts</li> <li>finance &amp; treasury-activiteiten</li> <li>analyses en scenario's</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>verzorgen van interne en externe rapportages</li> <li>effectiviteit en efficiency van de administratieve processen</li> <li>analyses en scenario's</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>effectief intern beheersingsraamwerk</li> <li>implementatie en toepassing juiste accounting en belastingwetgeving</li> </ul>

De boodschap die aan de controller wordt meegegeven, is dat zijn activiteiten moeten leiden tot het creëren van waarde (met name op tactisch en strategisch niveau). Op operationeel niveau is de controller vooral bezig

RPA (robotic process automation)

Process Mining

met het verhogen van de effectiviteit en efficiency, waarbij steeds meer gebruik wordt gemaakt van IT. Voorbeelden die kunnen bijdragen tot het verhogen van efficiency en effectiviteit zijn de eerdergenoemde RPA (robotic process automation) en Process Mining. Process Mining is een methode om het verloop van bedrijfsprocessen in kaart te brengen, te visualiseren en te analyseren met behulp van speciale software.

In het mkb worden alle genoemde activiteiten die behoren tot de financiële functie uitgevoerd door een klein aantal personen. De controller is daar de alleskunner. Als er extra kennis nodig is maakt men gebruik van een externe accountant. Multinationals hebben een complexere organisatie en volume en kunnen daardoor experts in dienst nemen voor het vervullen van deeltaken. Een voorbeeld van zo'n expert is de treasurer.

## 1.2 Treasury management

Vermogensbehoefte

Wijze van financieren

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 (resulteert 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 ondernemingen.

De hiervoor genoemde taak is concreet uitgewerkt in de volgende drie aandachtsgebieden:

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

De aard van de werkzaamheden van de treasurer maakt dat deze functie meer extern dan intern gericht is. De treasurer onderhoudt een nauw contact met de geld- en kapitaalmarkt om er zeker van te zijn te kunnen

beschikken over voldoende vermogen in de juiste vorm. De treasurer wordt dan ook in een vroeg stadium betrokken bij investeringsplannen. Het extern gerichte karakter van de functie maakt de treasurer uitermate geschikt om de contacten met belastingdienst en verzekeringsmaatschappijen te onderhouden.

Extern gerichte karakter

In figuur 1.4 staat het werkterrein van de treasurer in schemavorm.

**FIGUUR 1.4** Overzicht van werkzaamheden van de treasurer op basis van de omschrijving van het werkterrein van de treasurer van de beroepsvereniging DACT (2020)



Uit figuur 1.4 blijkt dat de treasurer verschillende taken uitvoert. Het gemeenschappelijk kenmerk is de omgang met geld (de geld- en kapitaalmarkt). Naast de genoemde werkzaamheden houdt de treasurer zich ook vaak bezig met pensioenen, verzekeringen en zelfs belastingen. Deloitte Capital Markets hanteert het volgende overzicht (figuur 1.5) om een idee te geven over de werkzaamheden van de treasurer.

Treasurer

In figuur 1.5 is te zien dat het werkterrein van de treasurer erg divers is. Zowel in figuur 1.4 als in figuur 1.5 nemen cashmanagement en corporate finance (external funding) een duidelijke plaats in. De beheersing van risico's neemt een belangrijke plaats in. Een verschil in presentatie van de werkzaamheden van de treasurer in figuur 1.4 en 1.5 is dat in het schema van Deloitte is aangegeven hoe Financial Risk Management (FRM) vormgegeven zou moeten worden. Financial Risk Management bestaat uit:

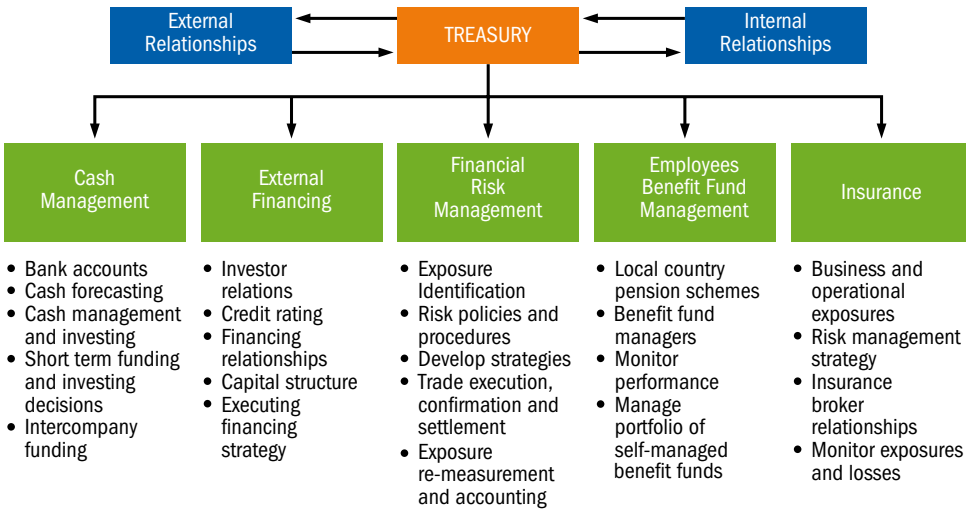
Cash-management

Corporate finance

Financial Risk Management

- de bepaling van de omvang van het risico
- de ontwikkeling van een beleid ter beheersing van de geconstateerde risico's
- de uitvoering van transacties en het opnieuw vaststellen van de risico's en het vastleggen van de genomen acties

FIGUUR 1.5 Overzicht aandachtsgebieden treasury



Bron: Deloitte

In de omschrijving hiervoor is meer oog voor het beleidsmatige karakter van risicomanagement dan in het verleden het geval was en in de meeste handboeken over rente- en valutamanagement is te vinden. De kenmerken van producten staan daar meestal centraal. Waarom een organisatie een product zou gebruiken wordt niet genoemd.

In iedere organisatie worden activiteiten uitgevoerd die behoren tot het werkterrein 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.

**Werkkapitaal-beheer**

**Backoffice**  
**Frontoffice**

**VOORBEELD 1.1**

## Miljardenfraude

Iedere keer weer wordt de wereld opgeschrikt door berichten over fraude. Ook al ontwerp je een op papier goed beheersingssysteem, dan nog kan het gebeuren dat bedrijven omvallen, omdat blijkt dat men creatief met geld is omgegaan. In de zomer van 2020 speelde de casus Wirecard. Wirecard leek een succesvol Fintech bedrijf. Uiteindelijk bleek de COO niet helemaal te vertrouwen.

**Harde val Wirecard treft ook toezichthouder, accountant en analisten**

De ondergang van Wirecard heeft veel op zijn kop gezet. In een week tijd ging het bedrijf van beurslieveling op de Duitse hoofdindex DAX naar een faillissement. Geluiden dat de winstcijfers van het bedrijf niet konden kloppen waren er al jaren. Tot een val kwam het pas vorige week met het bericht dat accountant EY €1,9 mrd niet kon vinden. Medio april van dit jaar kostte een aandeel Wirecard nog €128. Vrijdag sloot het op €1,28. Ondertussen is voormalig COO Jan Marsalek spoorloos. De Duitse justitie heeft een arrestatiebevel uitgevaardigd, maar Marsalek zat eerder deze week plots op de Filipijnen. Volgens de autoriteiten in Manilla is hij woensdag naar China vertrokken.

Wirecard wordt vaak in één adem genoemd met het Nederlandse Adyen. Op het eerste gezicht is dat logisch: beide bedrijven verwerken betalingen. Als een consument een internetaankoop doet, staat Wirecard tussen de verkoper en de consument. Toch zijn de bedrijven volstrekt anders groot geworden: Wirecard deed dat met tientallen overnames, terwijl Adyen in zijn dertienjarige bestaan nog nooit een ander bedrijf kocht.

*Het Financieele Dagblad, 26 juni 2020*

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)?

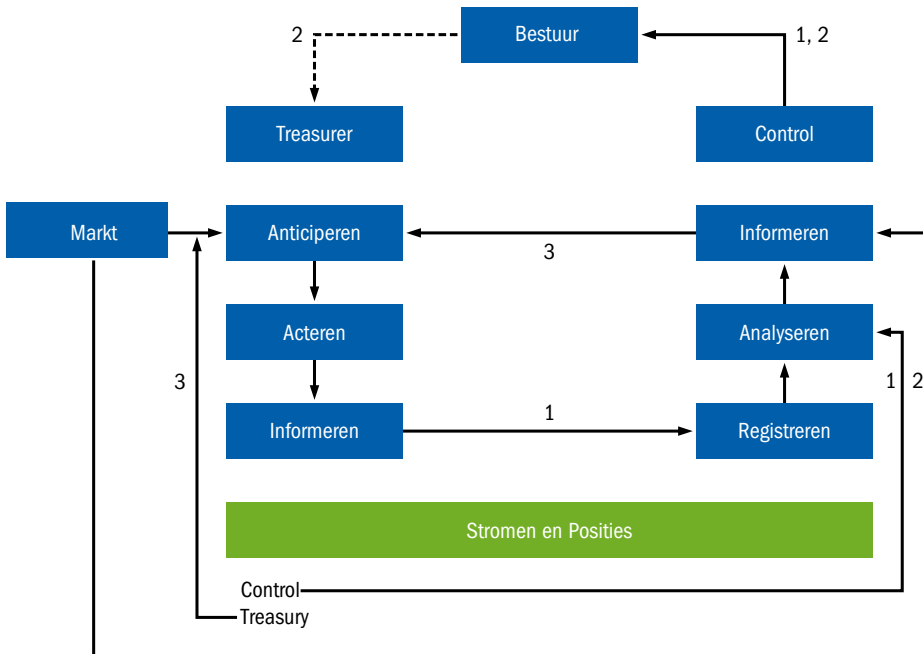
De tweede stap is het inrichten van een organisatie en het benoemen van de informatiestromen.

**Doelstelling van treasury management**

**Risicominimalisatie**

**Winstkansen**

FIGUUR 1.6 Beheersing van de treasurer



## Legenda

- 1 verantwoordingsinformatie
- 2 besturingsinformatie
- 3 besluitvormingsinformatie

### Organisatie van de treasury-werkzaamheden

In figuur 1.6 is de organisatie van de treasurywerkzaamheden vormgegeven.

De treasurer volgt de ontwikkelingen op financiële markten en combineert deze informatie met gegevens over de geldstromen en posities van het bedrijf. Binnen de gegeven bevoegdheden voert de treasurer zijn werkzaamheden uit. Vervolgens informeert hij de afdeling control over de uitgevoerde werkzaamheden, waarbij het van belang is dat de bevestiging van uitgevoerde transacties direct bij de backoffice wordt geregistreerd (functiescheiding). Vervolgens worden de transacties geanalyseerd en rapporteert de afdeling control aan de treasurer en het bestuur. Het bestuur beslist of de geformuleerde doelstellingen nog relevant zijn of moeten worden bijgesteld.

### 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

1

#### VOORBEELD 1.2

### Voorwoord Handreiking Treasury 2015

Voor u ligt de vernieuwde Handreiking Treasury 2015. De afgelopen jaren zijn er belangrijke ontwikkelingen geweest die van invloed zijn op de treasury van decentrale overheden. De wereldwijde financiële crisis heeft ertoe geleid dat er op Europees niveau maatregelen genomen zijn om ervoor te zorgen dat de overheidsuitgaven houdbaar blijven. Deze maatregelen zijn vertaald naar Nederlandse wetgeving en er is een Rijksbreed beleidskader ontwikkeld over het gebruik van derivaten door publieke instellingen.

#### 2.1 Het belang van de treasury

De treasury is een belangrijk aandachtsveld in het financiële beleid en beheer van een gemeente. Het gemeentebestuur is verantwoordelijk en moet zorg dragen voor een verantwoorde en adequate inrichting van de treasury, evenals voor het scheppen van voorwaarden om deze te kunnen uitvoeren.

Treasury wordt als volgt gedefinieerd:

*Treasury is het sturen en beheersen van, het verantwoorden over en het toezicht houden op de financiële vermogenswaarden, de financiële geldstromen, de financiële posities en de hieraan verbonden risico's.*

Kenmerkend voor de treasury is dat de financiële risico's aanzienlijk kunnen zijn; de treasurers wordt soms de verantwoordelijkheid gegeven om zeer grote bedragen te beheren en omvangrijke risico's te beheersen.

*Bron: Handreiking Treasury 2015, Ministerie Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties*

De onderwerpen in dit boek volgen in grote lijnen de indeling in werkzaamheden van de treasurer zoals weergegeven in figuur 1.4:

- 1 Corporate Finance (ook wel de lange kant van de balans genoemd)
  - de investeringbeslissing
  - 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 Inleiding, balansopstelling en structuur van de balans

Een belangrijk onderdeel van het werkterrein van een controller en de treasurer is het opstellen dan wel het analyseren van financiële overzichten. De belangrijkste financiële overzichten zijn:

- balans
- resultatenrekening
- kasstroomoverzicht

#### Balans Resultaten- rekening

De balans en resultatenrekening behoren tot het standaardrepertoire van de controller. Treasurers zweren bij het kasstroomoverzicht. Al sinds mensenheugenis maken mensen lijstjes waarop ze bijhouden wat er wordt gekocht en verkocht. Voorbeelden van aankopen zijn panden en de inrichting van deze panden in de vorm van machines, inventaris en goederen. De panden, machines en inventaris worden gekocht om in en mee te kunnen werken, bijvoorbeeld om klanten te woord te staan of om goederen te kunnen produceren dan wel op te slaan. Deze goederen bestaan uit grondstoffen of halffabricaten om andere goederen mee te maken of uit handelsgoederen om ze met winst te kunnen doorverkopen. Panden, machines, inventaris en goederen zijn bezittingen. Er zijn verschillende manieren om zo'n lijstje te maken.

Als organisatie kun je ervoor kiezen om alle voorwerpen in je bezit uitgebreid te beschrijven en als het om dezelfde goederen gaat de hoeveelheden te noteren. Een andere manier om een lijstje te maken is het noteren van de soort bezitting en daaraan de waarde in de vorm van geldeenheden te koppelen.

Aankopen moeten worden betaald. Dat kan natuurlijk contant, maar als de ondernemer onvoldoende geld op de zakelijke bankrekening heeft staan dan moet hij vanuit privé geld storten of geld lenen. Ook hier wordt een overzicht van bijgehouden in de vorm van een korte omschrijving en het bedrag. De samenvoeging van de overzichten waarin je aan de ene kant de bezittingen noteert en aan de andere kant de manier waarop de bezittingen zijn gefinancierd, noemt men een balans. De balans is per definitie in evenwicht. De totale waarde van de bezittingen is gelijk aan de som van het geld dat de ondernemer zelf aan het bedrijf heeft verstrekt en de leningen

#### Balans

die door derden (bijvoorbeeld een bank of een leverancier) zijn verstrekt. Het door de eigenaar beschikbaar gestelde vermogen heet het eigen vermogen. De waarde van het eigen vermogen is een restpost, dat wil zeggen dat de waarde van het eigen vermogen gelijk is aan de totale waarde van de bezittingen minus de waarde van de leningen.

Eigen vermogen

De hoeveelheid en de waarde van de bezittingen van een organisatie veranderen continu. Waardeveranderingen ontstaan door het gebruik van het pand en machines (slijtage), de aankoop van nieuwe machines of verbouwingen en de aan- en verkoop van goederen en diensten. Waardeverminderingen gaan ten laste van het eigen vermogen. Waardevermeerderingen worden toegevoegd aan het eigen vermogen, zodat de waarde van het eigen vermogen de post blijft die de totale bezittingen gelijk maakt aan het totaal van het eigen vermogen en de leningen (schulden).

Waardeverminderingen

Waardevermeerderingen

Het overzicht van de bezittingen, eigen vermogen en schulden (de balans) heeft het voordeel dat je in een oogopslag kunt zien hoeveel een organisatie of persoon op een bepaald moment heeft. Daarmee is meteen ook het nadeel van dit overzicht gegeven. Het is een *momentopname*. Alleen door twee balansen van één organisatie op verschillende momenten met elkaar te vergelijken is het mogelijk om in te schatten wat er in die periode is gebeurd.

Momentopname

### VOORBEELD 1.3

## Momentopname

Als verduidelijking van het feit dat een balans een momentopname is, geven we het volgende voorbeeld.

Als een bedrijf op maandag 100 goederen met een waarde van €5.000 als bezitting heeft staan en op vrijdag geeft deze post 50 goederen met een waarde van €2.500 aan, dan kun je concluderen dat er op vrijdag in totaal 50 goederen minder aanwezig waren dan op maandag. De vergelijking van dezelfde post op twee momenten zegt niet wat er gebeurd is. Het zou kunnen dat er in die week inderdaad 50 goederen met een waarde van €2.500 zijn verkocht, afgeleverd of weggegeven. Het kan ook zijn dat er tussen maandag en vrijdag 100 goederen zijn bijgekocht en dat er in totaal 150 goederen zijn afgeleverd. Als de verkoopprijs van de geleverde goederen hoger is dan de inkoopprijs of productieprijs, dan heeft de ondernemer in het tweede geval meer verdiend dan in het eerste geval. De waarde van het eigen vermogen zou uitsluitend moeten geven. De winst op de transacties wordt toegevoegd aan deze post, maar het zou kunnen dat deze winst tussentijds via een uitkering aan de ondernemer uit de administratie is verdwenen.

De balans geeft alleen maar inzicht in de hoeveelheid bezittingen en schulden op een bepaald moment, waarbij de post *Eigen vermogen* de restpost is. De Italiaanse Franciscaner monnik Pacioli beschreef in 1494 in het *Summa de arithmetica, geometria, proportioni et proportionalità* het idee om niet alleen de lijstjes steeds aan te passen, maar een tweede overzicht toe te voegen waarin de resultaten van transacties worden geboekt. Dit over-

Balans is een momentopname

**Resultatenrekening**

zicht is de resultatenrekening. De resultatenrekening is in feite de 'hulprekening' van de post *Eigen vermogen*. Op de resultatenrekening worden alle opbrengsten en alle kosten geboekt. Het saldo van alle opbrengsten en kosten heet het resultaat. Het resultaat kan positief zijn. Dan noemen we dat 'winst'. Als het resultaat negatief is, dan heet dat 'verlies'.

**Voorraadgrootheden**

Het systeem van dubbel boekhouden is gebaseerd op het idee dat je onderscheid moet maken in voorraadgrootheden en stroomgrootheden. Voorraadgrootheden 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).

**Stroomgrootheden**

Stroomgrootheden zijn grootheden waarvan de hoeveelheid gekoppeld is aan de tijd. Een andere term is ook wel tijdvakgrootheden. Stroomgrootheden zijn grootheden waarbij het begrip altijd gevolgd wordt door de term 'per'. Voorbeelden van stroomgrootheden zijn de omzet, de inkopen, de kosten en de rentebetalingen. De omzet op zich heeft geen betekenis. Het woord moet gevolgd worden door een tijdseenheid. Je zegt dan ook de omzet *per maand*, de omzet *per kwartaal* of de omzet *per dag*. Een uitspraak als 'De omzet is €200' geeft weinig informatie. Een omzet van €200 per seconde of een omzet van €200 per jaar geeft meer informatie.

**Opbrengsten en kosten**

De resultatenrekening geeft inzicht in het verschil tussen opbrengsten en kosten. Opbrengsten en kosten zijn onderhevig aan interpretatieverschillen (oftewel daar kan mee gesjoemeld worden). De vraag is namelijk wanneer je een opbrengst gaat boeken. Bijvoorbeeld op het moment dat de order is getekend of als de goederen zijn geleverd? Om problemen te voorkomen zijn er internationale accounting standards ontworpen die aangeven wanneer de omzet geboekt moet worden en hoe deze in de resultatenrekening verwerkt moet worden.

**Kasstroomoverzicht**

Met het saldo op de bankrekening en dan met name met de wijzigingen in het saldo op de bankrekening valt niet te sjoemelen. Om een compleet beeld te krijgen van de prestaties van een bedrijf stellen ze naast de balans en resultatenrekening een kasstroomoverzicht op, waarin de mutatie op de bankrekening verklaard wordt door de uitgaven en ontvangsten te verantwoorden. Het kasstroomoverzicht is een overzicht waarin de geldstromen (ontvangsten en uitgaven) in een bepaalde periode worden vastgelegd.

**1.3.2 Balans**

Een balans is een financieel overzicht waarin aan de linkerkant (de debetzijde) de bezittingen van een bedrijf staan en aan de rechterkant (de creditzijde) de manier waarop deze bezittingen zijn gefinancierd. In plaats van de term 'bezittingen' is het gebruikelijk om te spreken over activa.

**Activa**

Activa moeten worden gefinancierd. In principe zijn er twee manieren om bezittingen (en activiteiten) te financieren, te weten:

- met eigen geld (eigen vermogen), hoeft niet te worden terugbetaald
- met geld van schuldeisers (vreemd vermogen), moet worden terugbetaald.

Een balans is een schematisch overzicht van bezittingen en de wijze waarop deze bezittingen in de vorm van schulden en eigen vermogen zijn gefinancierd.

De verzamelnaam passiva is de gebruikelijke term voor de creditzijde van de balans en daarmee voor de financiering van de activa. Het kenmerk van een balans is dat de optelsom van beide zijden aan elkaar gelijk is: het totaalbedrag van de debetzijde (activa) is even groot als dat van de creditzijde (passiva). De post *Eigen vermogen* is de restpost (sluitpost) die ervoor zorgt dat de beide zijden van de balans aan elkaar gelijk zijn. Het eigen vermogen is daarmee gelijk aan het verschil tussen de totale activa en de schulden (vreemd vermogen).

Eigen vermogen  
is sluitpost

Passiva

Restpost

Sluitpost

Om het overzicht in een balans te bewaren is het gebruikelijk de posten op een balans onder te brengen in categorieën, waarbij de looptijd van de post het criterium is. Bij de activa wordt onderscheid gemaakt in:

- vaste activa
- vlottende activa

### Vaste activa

Vaste activa zijn de bezittingen van een organisatie die langer dan één productieproces meegaan.

Vaste activa

Een andere definitie van vaste activa is die hoeveelheid bezittingen waar naar verwachting langer dan één jaar door de organisatie een beroep op gedaan kan worden. Doordat de meeste productieprocessen korter dan één jaar zijn, leiden beide definities tot hetzelfde resultaat.

Er zijn verschillende vormen van vaste activa, te weten:

- materiële vaste activa
- immateriële vaste activa
- financiële vaste activa

#### *Materiële vaste activa*

Materiële vaste activa zijn bezittingen die langer dan één productieproces meegaan en die je kunt zien en vastpakken. Voorbeelden van bezittingen die onder het kopje vaste activa in een balans te zien zijn, zijn de posten *Grond*, *Gebouwen*, *Machines*, *Installaties* en *(Kantoor)inventaris*. Het zijn niet alleen de activa waarvan de organisatie juridisch eigenaar is die op de balans komen. Het economisch eigendom geeft de doorslag of een post op de balans wordt opgenomen. Volgens de internationale regelgeving (IFRS 16) mag er geen onderscheid op de balans meer worden gemaakt in vaste activa die zijn gekocht of worden gehuurd/geleased.

Materiële vaste  
activa

### VOORBEELD 1.4

## Strekking van IFRS 16

In januari 2016 publiceerde de IASB (International Accounting Standards Board) de nieuwe boekhoudregels voor leasing, genaamd IFRS 16. Deze standaard werd officieel aangenomen door de Europese Unie op 9 november 2017 en trad in werking op 1 januari 2019 voor alle bedrijven die de

boekhoudregels volgens de International Financial Reporting Standards (IFRS) toepassen bij het opstellen van de jaarrekening. IFRS 16 is van toepassing op zowel lessees als lessors, dus leasemaatschappijen. Dat wil zeggen: alle bedrijven die boekhouden volgens IFRS-standaarden en die leasecontracten hebben afgesloten.

Voortaan moeten voor de lessees (huurders) alle leasecontracten – welke juridische vorm zij ook hebben – op de balans verantwoord worden volgens één methode en berekeningswijze.

Waar voorheen operationele leases wel verantwoord werden in de Resultatenrekening en in de Toelichting van de Jaarrekening maar niet op de balans, moeten deze nu ook worden verantwoord op de balans (zowel actief als passief). In het voorjaar van 2020 zijn de eerste jaarverslagen van beursgenoteerde noteringen verschenen, waarin de nieuwe regel is toegepast.

#### *Immateriële vaste activa*

#### Immateriële activa

Immateriële activa bestaan uit 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. Het gaat daarbij om beschermde rechten die het bedrijf heeft gekocht of zelf heeft ontwikkeld.

Voorbeelden van deze rechten zijn:

- auteursrechten
- licenties
- patenten en octrooien
- software
- domeinnamen
- kwekersrechten in de landbouw
- handelsnamen

#### Goodwill

Een bijzondere vorm van immateriële activa is goodwill. Goodwill is vooral een boekhoudkundig begrip en ontstaat bij het kopen van bedrijven of onderdelen van bedrijven waarvoor het bedrijf meer heeft betaald dan de vervangingswaarde van de activa.

#### *Financiële vaste activa*

Bedrijven kunnen het geld dat ze tijdelijk niet nodig hebben voor de bedrijfsuitoefening op een bankrekening laten staan. In veel gevallen betalen de banken weinig rente. Bedrijven kunnen er dan ook voor kiezen om het geld tijdelijk, maar langer dan één jaar, te beleggen in aandelen of obligaties. Het uitgangspunt van zo'n beleggingsportefeuille is dat het vermogen op termijn nodig is voor vervangings- of uitbreidingsinvesteringen.

#### **Vlottende activa**

#### Vlottende activa

Vlottende activa zijn alle bezittingen die binnen één jaar of één productieproces worden verbruikt en binnen het jaar van de balans verdwijnen.

Het gaat daarbij om:

- voorraden (gerangschikt van grondstoffen, halffabricaten naar eindproducten)
- debiteuren (dit zijn vorderingen op afnemers die goederen op rekening hebben gekocht)
- overlopende activa, bijvoorbeeld in de vorm van vooruitbetaalde verzekeringspremies;
- beleggingen korter dan één jaar
- liquide middelen, het totaal van positieve saldi op bankrekeningen of contant geld in de kas

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

## Eigen vermogen

Eigen vermogen is vermogen dat voor onbepaalde tijd aan de onderneming voor de financiering van activa (en de daarmee verbonden activiteiten) ter beschikking is gesteld.

Het eigen vermogen bestaat uit de volgende onderdelen:

- In geval van een persoonlijke onderneming (eenmanszaak of vennootschap onder firma): het verschil tussen de waarde van bezittingen en de schulden.
- In geval van een bv of nv: het aandelenkapitaal en de reserves.
  - Het aandelenkapitaal is het totaal van het aantal uitgegeven aandelen vermenigvuldigd met de nominale waarde per aandeel.
  - De reserves zijn het gedeelte van het eigen vermogen dat niet kan worden toegerekend aan het aandelenkapitaal (dus restpost). Veelvoorkomende vormen van reserves zijn:
    - *agioreserves*; dit is het verschil tussen het ontvangen bedrag uit een aandelenemissie en de nominale waarde van de uitgegeven aandelen
    - *herwaarderingsreserve*; als de waarde van activa door economische omstandigheden toeneemt, dan wordt dit voordeel op de creditzijde als een herwaardering bijgeboekt
    - *winstreserve*; er ontstaat een winstreserve als de winst na belasting of een gedeelte van de behaalde winst na belastingen niet wordt uitgekeerd

Eigen vermogen

Aandelenkapitaal

Reserves

Agioreserves

Herwaarderingsreserve

Winstreserve

## Vreemd vermogen

Het vreemd vermogen bestaat uit vermogen dat tijdelijk door vermogensverschaffers aan de onderneming is verstrekt.

Vreemd vermogen

Het kenmerk is dat het vreemd vermogen leidt tot een betaling binnen een jaar (vreemd vermogen korte termijn) of na een jaar of later (vreemd vermogen lange termijn). Je weet dat je moet betalen. De bekendste indeling, naast de looptijd (lange en korte termijn), is:

- schulden (en overige betalingsverplichtingen in alle soorten en maten)
- voorzieningen

**Schuld**

Het kenmerk van een schuld is dat het bedrijf de verplichting is aangegaan om het verkregen bedrag of de waarde op het afgesproken moment terug te betalen. Er zijn zeer veel verschillende vormen van leningen, die in hoofdstuk 8 worden beschreven.

**Voorziening**

Een voorziening is een post op de balans die wordt gevoed door periodiek uit het resultaat van een bedrijf bedragen toe te voegen om ten laste van deze post toekomstige verwachte uitgaven te kunnen doen. Het voordeel van periodiek (bijvoorbeeld ieder kwartaal) een bedrag als kosten op de resultatenrekening op te nemen in de vorm van een voorziening, is dat deze uitgaven dan niet als een grote kostenpost ten laste van één jaar moeten worden gebracht als de uitgaven gedaan moeten worden. Voorbeelden van voorzieningen zijn:

- voorziening voor activa, zoals incurante voorraden, dubieuze debiteuren en onderhoud
- voorzieningen voor claims, geschillen en rechtsgedingen
- een garantievoorziening
- pensioenvoorzieningen / vervroegd uittreden van personeel
- reorganisatievoorziening

De Raad voor de Jaarverslaggeving die regels voorschrijft en met aanbevelingen komt hoe om te gaan met balansposten (bijvoorbeeld de waardering en het berekenen van de winst) wil het aantal voorzieningen op een balans zo veel mogelijk voorkomen, omdat het gebruik van de post *Voorzieningen* kan leiden tot het manipuleren van de winst. In plaats van het vormen van een expliciete voorziening op de balans, moet je tegenwoordig de waardevermindering direct in mindering brengen op de betreffende post. Het gaat dan vooral over de posten *Materiële vaste activa*, *Debiteuren* en *Voorraden*.

**VOORBEELD 1.5****Verwerking van de post *Voorziening***

Uit het jaarverslag 2020 van Philips blijkt dat Philips per saldo eind 2020 een totaalbedrag van €167 mln als een voorziening voor de verstrekte productgaranties heeft opgenomen; de garantievoorziening.

**Assurance-type product warranty**

The provisions for assurance-type product warranty reflect the estimated costs of replacement and free-of-charge services that will be incurred by the company with respect to products sold.

The company expects the provisions to be utilized mainly within the next year.

Bron: Philips Group



**Provisions for assurance-type product warranty in millions of EUR**

	2018	2019	2020
<b>Balance as of Januari 1</b>	201	190	210
Changes			
Additions	248	291	239
Utilizations	(261)	(274)	(270)
Translation differences and other	2	3	(12)
<b>Balance as of December 31</b>	<b>190</b>	<b>210</b>	<b>167</b>

Philips verkoopt al jaren producten en weet uit ervaring dat er bij de productie of het gebruik van haar producten een gedeelte van deze producten sneller dan normaal gesproken verwacht mag worden, kapot gaat. Om de klant de zekerheid te geven dat Philips betrouwbaar is, geeft Philips (en natuurlijk elk bedrijf) de garantie dat het product gratis gemaakt of vervangen wordt als het product binnen de afgesproken tijd kapot gaat. Philips weet uiteraard niet precies of het in een bepaald jaar veel producten moet vervangen of repareren. Door een garantievoorziening te vormen, waarbij Philips per verkocht apparaat een gedeelte van de opbrengst als kostenpost toevoegt aan de garantievoorziening, laat Philips zien rekening te houden met de verplichting kapotte apparaten te repareren of te vervangen. Op het moment dat een apparaat moet worden vervangen, wordt deze voorziening aangesproken. Dit betekent dat het leveren van een vervangend apparaat of de reparatie niet ten laste van de resultatenrekening wordt gebracht (als een kostenpost), maar ten laste van de voorziening. Stel dat Philips heeft berekend dat 1,23% van de verkoopprijs nodig is om kapotte exemplaren te vervangen of te repareren. Als Philips in een jaar voor €19,5 miljard aan goederen heeft verkocht, dan brengt Philips in dat jaar €239 mln ten laste van de resultatenrekening als garantievoorziening. Op het moment dat een apparaat vervangen of gerepareerd wordt, wordt dit bedrag ten laste gebracht van de post *Voorzieningen* en niet ten laste van de resultatenrekening. Uit het jaarverslag van Philips over 2020 (zie overzicht) blijkt dat Philips in 2020 voor een bedrag van €270 mln gebruikgemaakt heeft van de voorziening. Dit is het bedrag dat nodig was voor de vervanging of reparatie aan apparaten. De vervangings- en reparatiekosten worden ten laste van de post *Voorzieningen* geboekt en niet ten laste van de resultatenrekening.

Het gebruik van voorzieningen heeft als voordeel dat als Philips een keer de pech heeft een hele reeks slechte producten te leveren, zo kan worden voorkomen dat in dat jaar de gehele winst verdamppt. Schematisch gezien is het proces zoals weergegeven in tabel 1.1:

**TABEL 1.1**

<b>Resultatenrekening</b>	<b>Voorziening</b>	<b>Vervangen en repareren</b>
-/- 239 mln als kostenpost (toevoeging aan de voorziening)	→ + €239 mln	
	-/- €270 mln	→ Voor een bedrag van €270 mln (= onttrekking aan de voorziening)

**Schuld op lange termijn**

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 schuld op lange termijn is vreemd vermogen dat voor langer dan één jaar ter beschikking aan de schuldenaar is gesteld. Een voorbeeld is een hypotheeklening. Als de schuld binnen het jaar moet worden afgelost, zet men deze schuld 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)

**Schuld op korte termijn**

Een andere indeling van het vreemd vermogen dan de termijn waarop vermogensverschaffers geld ter beschikking stellen, is het onderscheid in:

- geïnduceerd vermogen
- 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 noemt men geïnduceerd vermogen.

**Geïnduceerd vermogen**

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).

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.

*Autonoom vermogen*

Alle vermogen dat niet behoort tot het geïnduceerd vermogen heet autonoom vermogen. Autonoom vermogen is het vermogen dat door derden op basis van een financieringscontract aan de onderneming ter beschikking is gesteld. 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**

Autonomoos 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).

Het onderscheid tussen autonoom en geïnduceerd vermogen is zeer belangrijk omdat bij de beoordeling van organisaties het geïnduceerd vermogen in mindering op de vlottende activa wordt gebracht. Analisten gaan uit van een balans waarop aan de creditzijde alleen het autonoom vermogen (eigen vermogen en vreemd vermogen) staat.

**Onderscheid  
autonomoos en  
geïnduceerd  
vermogen**

1

Toelichting onderscheid geïnduceerd en autonoom vermogen; 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 in geïnduceerd en autonoom vermogen lijkt op zich helder. Als er sprake is van een financieringscontract dan 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. Deze post is de post *Te betalen dividend*.

Op het moment dat de ondernemer (of in het geval van een beursgenoteerde NV de Raad van Bestuur) 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 (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 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 1.7.

**Figuur 1.7** Voorbeeld balans

<b>Voorbeeld indeling Balans</b>	
<b>Vaste activa</b>	<b>Eigen vermogen</b>
<i>Vaste materiële activa</i>	(Aandelen)kapitaal
Grond	Reserves
Gebouwen	Agio
Machines	Herwaardering
Inventaris	Winstreserve (ingehouden winsten)
<i>Vaste immateriële activa</i>	<b>Vreemd vermogen</b>
Goodwill	Voorzieningen
Patenten	Langlopende schulden
<i>Financiële activa</i>	<b>Kortlopende schulden</b>
Effecten	(Handels)crediteuren
<b>Vlottende activa</b>	Te betalen belastingen
Vorraden	Te betalen dividend
Debiteuren	Overlopende passiva
Effecten	
Kas & Bank	
<b>Totaal</b>	<b>Totaal</b>

Vanuit het idee van 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 1.8.

**Figuur 1.8** Voorbeeld van een balans in de Angelsaksische literatuur

<b>Balance Sheet – Sample Corp. Fiscal Year (FY)</b>			
31-12-20XX		31-12-20XX	
<b>Assets</b>		<b>Liabilities and Owners Equity</b>	
<i>Current Assets</i>		<i>Current Liabilities</i>	
Cash	\$ 45.000	Long-Term Debt – 1 Yr	\$ 12.000
Marketable Securities	\$ 65.000	Notes Payable	\$ 15.000
Accounts Receivable	\$ 85.000	Accounts Payable	\$ 13.000
Notes Receivable	\$ 45.000	Taxes Payable	\$ 11.000
Inventories	<u>\$ 85.000</u>	Accrued Expenses	\$ 21.000
<b>Total Current Assets</b>	<b>\$ 325.000</b>	Other Current Liabilities	<u>\$ 10.000</u>
<i>Long-Term Assets</i>		Total Current Liabilities	\$ 82.000
Land	\$ 85.000	<i>Long-Term Liabilities</i>	
Buildings	\$ 100.000	Notes Payable	\$ 30.000
Machinery	\$ 30.000	Bonds Payable	<u>\$ 60.000</u>
– Accumulated Depreciation	<u>(\$ 4.000)</u>	Total Long-Term Liabilities	\$ 90.000
Net Tangible Assets	\$ 211.000	<i>Other Liabilities</i>	
<i>Intangible Assets</i>		Pension Obligations	\$ 90.000
Goodwill	\$ 15.000	Deferred Taxes	\$ 70.000
Patents	\$ 20.000	Minority Interest	\$ 15.000
Trademarks	\$ 15.500	Total Other Liabilities	<u>\$ 175.000</u>
Copyrights	<u>\$ 24.000</u>	<b>Total Liabilities</b>	<b>\$ 347.000</b>
Total Intangible Assets	\$ 74.500	<b>OWNERS' EQUITY</b>	
<i>Other Assets</i>		<i>Common Equity</i>	
Investments	\$ 25.000	Common Stock	\$ 97.500
Deferred Charges	\$ 50.000	Capital Surplus	\$ 111.000
Total Other Assets	<u>\$ 75.000</u>	Retained Earnings	\$ 130.000
<b>Total Long-Term Assets</b>	<b>\$ 360.500</b>	Total Common Equity	\$ 338.500
		<b>Total Owners' Equity</b>	<b>\$ 338.500</b>
<b>Total assets</b>	<u><b>\$ 685.500</b></u>	<b>Total Liabilities and Owners' Equity</b>	<u><b>\$ 685.500</b></u>

### 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, van daar dat op de resultatenrekening stroomgrootheden staan. De resultatenrekening volgt uit de administratie en je zou verwachten dat de meeste resultatenrekeningen ook een debet- en een creditzijde hebben. In de praktijk kiest men meestal voor een overzicht in de vorm van een tabel, waarbij in één oogopslag de opbrengsten en de kosten en het daaruit voortvloeiende resultaat (= nettowinst) af te lezen zijn.

**Tabelvorm is gestaffeld**

De basisvorm van een resultatenrekening is weergegeven in figuur 1.9.

**Figuur 1.9** Voorbeeld van een resultatenrekening

Omzet		€
Kosten van de omzet (inkoopwaarde of kostprijs van de omzet)		€
<i>Brutomarge = Brutowinst</i>		€
Afschrijvingen	€	
Toevoeging aan voorzieningen	€	
Personeelskosten	€	
Administratiekosten	€	
Marketing	€	
Overige bedrijfskosten	€	
Totale bedrijfskosten		€
<i>Bedrijfsresultaat (ebit)</i>		€
Betaalde rente	€	
Ontvangen rente en overige	€	
<i>Nettowinst (winst voor belastingen)</i>		€
Belastingen		€
<i>Nettowinst na belasting</i>		€

Het overzicht in figuur 1.9 is een eenvoudige weergave van het bepalen van het resultaat. In het voorbeeld wordt bijvoorbeeld niet ingegaan op de complicaties bij bedrijven die op voorraad produceren. Zo kun je in overzichten een correctie op de winst vanwege voorraadvorming of door het verminderen van de voorraad tegenkomen. Bedrijven die op voorraad produceren moeten de materiaal- en personeelskosten, die gebruikt zijn voor de productie, onder de voorraden (onderhanden werken) activeren. Een bijzondere situatie ontstaat bij bedrijven die aan productontwikkeling doen of die projecten met een looptijd langer dan één jaar uitvoeren. De vraag is dan op welk moment de kosten (in de vorm van een vordering als onderhanden projecten) en de opbrengsten van het project in de resultatenrekening worden geboekt. Het antwoord op deze vraag wordt gegeven in de (inter)nationale jaarverslaggevingsregels (Raad voor de Jaarverslaggeving/International Accounting Standards Board (IASB)).

#### Onderhanden projecten

#### VOORBEELD 1.6

### Complicaties bij de presentatie van de resultaten

De bepaling van de winst lijkt eenvoudig. De nettowinst na belasting is wat er overblijft voor de ondernemer. Het is het bedrag dat de ondernemer zonder de continuïteit in gevaar te brengen aan de onderneming kan onttrekken in de vorm van een winstuitkering. Wat in theorie gemakkelijk lijkt, is in de praktijk toch niet zo eenvoudig. Het komt steeds meer voor dat bedrijven in hun jaarverslagen met eigen definities komen. De International Accounting Standards Board (IASB) heeft in december 2019 het initiatief genomen om te komen tot meer duidelijkheid. In het volgende artikel uit *Het Financieele Dagblad* legt de auteur uit waarom er nieuwe regels moeten komen.

BRON: *Het Financieele Dagblad* (19 DECEMBER 2019)

## Nieuwe regels moeten einde maken aan winstverwarring

Ondernemingen krijgen nieuwe standaarden opgelegd om hun winst eenduidiger te rapporteren. Dinsdag presenteerde de International Accounting Standards Board (IASB) het voorstel om een einde aan te maken aan de wildgroei van vage winstbegrippen door drie nieuwe, vaste definities uit te vaardigen.

Vooraf beleggers hebben problemen met de eindeloze reeks winstbegrippen zoals ebit, ebita, ebitda en winst voor of na bijzondere posten die ondernemingen nu nog veel gebruiken, omdat ze sterk verschillen. Het onderling vergelijken van bedrijven zonder eenduidige winstbegrippen is dan vrijwel ondoenlijk. Het is al decennia een wens van geldschieters

om vaste definities voor winst te gaan gebruiken.

Hoogervorst kondigde al eerder aan dit probleem aan te willen pakken. Hoogervorst is voorzitter van de IASB die voor 140 landen boekhoudstandaarden vaststelt. Hij stelt nu drie vaste winstbegrippen voor, naast de klassieke 'nettowinst'. De belangrijkste is het operationeel resultaat. Daarnaast krijgen 'bijzondere' posten een vaste definitie. Ondernemingen gebruiken nu nog geregeld een reeks aan winstcijfers, vaak om een mooier beeld neer te zetten. 'Het zal niet in één klap een einde betekenen, en dat hoeft ook niet, maar ik verwacht wel steeds minder officieuze winstcijfers', aldus Hoogervorst.

De manier waarop de resultatenrekening in de rest van de wereld wordt vormgegeven, komt sterk overeen met de manier in Nederland. Een gebruikelijke presentatie is weergegeven in figuur 1.10.

**Figuur 1.10** Voorbeeld van een resultatenrekening (Coca Cola Company 2019) in de Angelsaksische literatuur

CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME - USD (\$) shares in Millions, \$ in Millions	12 Months Ended		
	Dec. 31, 2020	Dec. 31, 2019	Dec. 31, 2018
Revenues	\$ 33.014	\$ 37.266	\$ 34.300
Cost of Goods and Services Sold	13.433	14.619	13.067
GROSS PROFIT	19.581	22.647	21.233
Selling, General and Administrative Expense	9.731	12.103	11.002
Other Cost and Expense, Operating	853	458	1.079
OPERATING INCOME	8.997	10.086	9.152
Interest income	370	563	689
Interest expense	1.437	946	950
Equity income (loss) - net	978	1.049	1.008
Other income (loss) - net	841	34	-1.674
INCOME BEFORE INCOME TAXES	9.749	10.786	8.225
Income taxes	1.981	1.801	1.749
CONSOLIDATED NET INCOME	7.768	8.985	6.476

### 1.3.4 Het kasstroomoverzicht

Binnen het vakgebied bedrijfseconomie wordt onderscheid gemaakt tussen de begrippenparen 'opbrengsten en kosten' en 'ontvangsten en uitgaven'. Op de resultatenrekening worden de opbrengsten en kosten geregistreerd. De ontvangsten en uitgaven staan centraal in een kasstroomoverzicht. Om vanuit een resultatenrekening een kasstroomoverzicht op te stellen, moet de resultatenrekening gecorrigeerd worden voor posten die wel opbrengsten zijn, maar nog niet tot ontvangsten hebben geleid. Een voorbeeld hiervan is de post *Verkoop op rekening*. Daarnaast moet de resultatenrekening gecorrigeerd worden voor posten die wel kosten zijn, maar niet hebben geleid tot uitgaven. Een voorbeeld hiervan is de post *Afschrijving*. Een afschrijving op vaste activa is wel een kostenpost, maar de omvang van de post *Liquide middelen* (= het banksaldo) verandert niet. Meer in het algemeen gesteld: alle transacties en financiële gebeurtenissen van een onderneming leiden tot veranderingen in de samenstelling van balansposten, maar niet alle transacties leiden tot ontvangsten/uitgaven en daarmee tot een verandering van het banksaldo. Er bestaat daarom een onderscheid tussen kosten die geboekt worden op de resultatenrekening enerzijds en uitgaven geboekt op het kasstroomoverzicht anderzijds. Evenzo zijn er opbrengsten geboekt op de resultatenrekening en ontvangsten geboekt op het kasstroomoverzicht.

**Kasstroom-  
overzicht**

**Afschrijving**

**Verkopen op  
rekening**

**Debiteuren**

**Betalings-  
verplichting**

**Crediteuren**

Transacties waarbij een verschil ontstaat tussen opbrengsten en ontvangsten zijn 'verkopen op rekening', waarbij een vordering op de afnemer ontstaat, maar de ondernemer tot het ogenblik van betaling geen geld ontvangt. Deze vordering staat op de balans onder de post *Debiteuren*. Evenzo kopen ondernemingen in op rekening bij leveranciers en wachten 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 *Crediteuren* geboekt, maar zolang er niet betaald wordt heeft het geen effect op het banksaldo van de onderneming.

**Herwaardering**

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 er geen enkele kasstroom door deze afboeking heeft plaatsgevonden.

Het standaardvoorbeeld van de kostenpost op de resultatenrekening die geen uitgaven vormen, zijn de afschrijvingskosten. De betaling van de 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.

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



Kasstromen bestaan voor het overgrote deel uit bankbetalingen en voor kleinere bedrijven, zoals marktkooplieden en winkels, ook uit contante betalingen en ontvangsten. Vooral de onstuimige opmars in de laatste decennia van betalingen met behulp van de debitkaart (pinnen) in winkels en via het internet, alsmede de creditkaartbetalingen hebben het bankbetalingsverkeer een enorme duw gegeven.

De uitkomst van een compleet kasstroomoverzicht is de verklaring van de verandering van de post *Liquide middelen* (tegenwoordig weergegeven in het banksaldo). In lijn met de IAS-richtlijnen 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 tot de post *Liquide middelen* op de balans. Hiertoe behoren onder andere direct opeisbare tegoeden op financiële instellingen. IAS staat voor International Accounting Standards. De IAS zijn internationaal geaccepteerde richtlijnen over hoe financiële feiten in de administratie verwerkt worden.

De functie van kasstroomoverzichten is om de mutatie van de post *Liquide middelen* te verklaren. Het kasstroomoverzicht in de jaarrekening is een voorbeeld van deze functie. Kasstroomoverzichten kunnen ook gebruikt worden als overzicht om toekomstige te verwachten kasstromen te bepalen. Je onderzoekt dan of er, na uitvoering van plannen, in de toekomst voldoende liquide middelen beschikbaar zijn om aan je verplichtingen te kunnen voldoen. Een andere reden is het bepalen of investeringsplannen voldoende rendabel zijn. De toekomstig te verwachten kasstromen zijn uitgangspunt voor de investeringsanalyse (bijvoorbeeld een investering in machines, maar ook bij de bepaling van de waarde van een bedrijf bij een bedrijfsovername). Uitgangspunt voor de investeringsanalyse is de zogenoemde vrije kasstroom. Deze kasstroom geeft aan hoeveel geld er in een bepaalde periode beschikbaar is voor de vermogensverschaffers.

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.

**Uitkomst is verandering post Liquide middelen**

**Toekomst**

**Investeringsanalyse**

**Directe methode**

**Figuur 1.11** Voorbeeld van een kasstroomoverzicht (Sligro 2020) opgesteld volgens de directe methode

	2020	2019	2018
Ontvangsten van afnemers	2.312	2.749	3.023
Ontvangsten uit overige bedrijfsopbrengsten	0	7	11
	<b>2.312</b>	<b>2.756</b>	<b>3.034</b>
Betalingen aan leveranciers	(1.936)	(2.324)	(2.610)
Betalingen aan werknemers	(129)	(131)	(165)
Betalingen aan de overheid	(150)	(166)	(184)
	<b>(2.215)</b>	<b>(2.621)</b>	<b>(2.959)</b>
Netto kasstroom uit bedrijfsoperaties	97	135	75
Betaalde rente	(5)	(7)	(3)
Ontvangen dividenden uit deelnemingen	4	5	7
Ontvangen (betaalde) winstbelasting	5	(1)	(34)
<b>Netto kasstroom uit operationele activiteiten</b>	<b>101</b>	<b>132</b>	<b>45</b>

#### *Kasstroomoverzicht volgens de indirecte methode*

Het kasstroomoverzicht volgens de indirecte methode wordt opgesteld op basis van de begin- en eindbalans en de resultatenrekening vanuit het principe dat in het kasstroomoverzicht alle posten uit de resultatenrekening die geen ontvangsten en uitgaven zijn, moeten worden weggelaten. Daarnaast moet worden gecorrigeerd voor posten die wel een ontvangst of een uitgave zijn. Het kasstroomoverzicht begint met het bedrijfsresultaat.

Het kasstroomoverzicht volgens de indirecte methode is opgebouwd uit drie blokken:

#### 1 Kasstroom uit operatiebasis (operationele kasstromen)

- kasstromen uit operatiebasis zijn de ontvangsten en betalingen die voortvloeien uit de dagelijkse activiteiten waarmee de organisatie zijn geld verdient. Voorbeelden van kasstromen uit hoofde van de operationele activiteiten zijn de ontvangsten van verkoop van goederen of diensten, royalty's of commissies, inkoop van goederen of diensten, betalingen aan het personeel. Het startpunt van de kasstromen op operatiebasis is het bedrijfsresultaat. Het bedrijfsresultaat is in principe het saldo van de ontvangsten en uitgaven uit de dagelijkse activiteiten als iedereen altijd alles contant zou afrekenen. In de praktijk is het heel normaal dat afnemers de gekochte goederen niet direct hoeven te betalen. Op de resultatenrekening worden omzet en kosten geboekt, waardoor het bedrijfsresultaat het saldo is van de omzet en de kosten. Om het bedrijfsresultaat te vertalen naar kasstromen zijn er correcties in de vorm van:
  - afschrijvingen
  - mutatie voorzieningen en
  - de mutatie van het werkkapitaal

Indirecte methode

Operationele kasstromen

- 2 Kasstroom uit investeringsactiviteiten (investeringskasstromen)
  - kasstromen uit investeringsactiviteiten zijn 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 (financieringskasstromen).
  - kasstromen uit financieringsactiviteiten zijn de betalingen aan de vermogensverschaffers in de vorm van aflossingen op leningen, rente en een winstuitkering. Het aantrekken van vermogen (het aantrekken van een lening) vind je terug als een ontvangst in deze categorie.

Investerings-  
kasstromen

Financierings-  
kasstromen

1

### Kasstroom uit hoofde van Operationele activiteiten (kasstroom op operatiebasis)

De bepaling van de kasstromen uit hoofde van operationele activiteiten bestaat uit de berekening van de kasstromen op winstbasis en de kasstromen uit de mutatie van het werkkapitaal.

Kasstroom  
uit hoofde van  
operationele  
activiteiten

#### Berekening kasstromen op operatiebasis

De berekening Kasstroom op winstbasis gaat aan de hand van onderstaand format:

**Figuur 1.12** Berekening kasstroom op operatiebasis volgens de indirecte methode

Bedrijfsresultaat (ebit)		€
Belasting over bedrijfsresultaat		– €
Afschrijvingen		€
Overige correcties bedrijfsresultaat (bijvoorbeeld mutatie voorziening)		€
<b>Kasstroom op winstbasis</b>		<b>€</b>
Mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)		
Voorraad grondstoffen	€	
Voorraad eindproducten	€	
Debiteuren	€	
Crediteuren	€	
Overige (bijvoorbeeld te betalen belastingen)	€	
Saldo mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)		€
<b>Kasstroom op operatiebasis</b>		<b>€</b>

#### Bedrijfsresultaat

De berekening van de kasstroom op winstbasis start met de post *Bedrijfsresultaat* (**Earnings Before Interest and Taxes, ebit**) uit de resultatenrekening. De reden om te starten met het bedrijfsresultaat is dat je als bedrijfsanalist wilt zien wat de ontvangsten zijn van 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

Bedrijfsresultaat = ebit

in hoeverre met de investeringen uit het verleden geld wordt gegenereerd. Geen enkel bedrijf zal zijn prijs voor een product laten hangen 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, alhoewel niet altijd duidelijk is wat precies onder bedrijfsresultaat moet worden verstaan (zie vervolg voorbeeld 1.6).

#### VERVOLG VOORBEELD 1.6

### Complicaties bij de presentatie van de resultaten

In december 2019 presenteerde de IASB een voorstel om te komen tot eenduidigheid voor de presentatie van resultaten van bedrijven. Niet iedereen is het met de keuze van de IASB voor 'operationeel resultaat' eens. In januari 2020 geven Jan Bouwens, hoogleraar accounting, en Arnt Verriest, universitair hoofddocent accounting, in een artikel in *Het Financieele Dagblad* hun mening.

*Het Financieele Dagblad*, 15 JANUARI 2020

## Voorgestelde definities maken wildgroei winstbegrippen juist groter

Bedrijven die slecht presteren of een zware schuldenlast hebben, wijken uit naar winstmaatstaven als ebit en ebitda. Die delen zij naar eigen inzicht in, door de onwettige kosten weg te laten. Veel beleggers laten zich door deze cijfers misleiden. Een verbod op het gebruik van zulke maatstaven ligt voor de hand, maar een officiële definitie van de regelgever is veruit de beste oplossing.

De International Accounting Standards Board (IASB), het orgaan dat wereldwijd de boekhoudstandaarden bepaalt, en de Europese toezichthouder financiële markten, de European Securities and Markets Authority (Esma) willen een halt toeroepen aan de wildgroei van winstmaatstaven. De IASB is echter terughoudend in het accepteren van de begrippen ebit (winst voor aftrek van rente en belasting) en ebitda (winst voor aftrek van rente, belasting en afschrijving), met als argument dat het moeilijk is een heldere definitie aan de winstmaatstaven te ge-

ven. Zo zien we dat de IASB niet spreekt van ebit en ebitda, maar van *operating profit* (winst voor aftrek van interest en belasting) en *operating profit or loss before depreciation and amortisation*. In onze ogen kwalificeren deze twee definities als ebit en ebitda.

Afgelopen jaar moest Volkswagen CEO Herbert Diess zich verontschuldigen voor zijn uitspraak 'Ebit macht frei'. Deze wel heel onhandige motivatie van alternatieve winstmaatstaven benadrukt waarom een strenge definitie nodig is. Vrijheid in termen van winstrapportage is nu nèt niet wat we willen, juist omdat we uit onderzoek weten dat bedrijven deze vrijheid opportunistisch invullen. Zo zien we dat bedrijven die weinig winst maken hun toevlucht nemen tot een zelfgedefinieerde ebitda-maatstaf, om de illusie te wekken dat het bedrijf goed presteert. Een treffend voorbeeld is WeWork. Zij hanteren de winstmaatstaf 'community adjusted ebitda'. Hierbij wordt een

'winstcijfer' gecreëerd dat niet alleen rente, belasting en afschrijvingen negeert, maar ook basisvoorzieningen als marketing, administratieve kosten en ontwikkel- en ontwerpkosten. Pas na al deze aanpassingen lukt het een positieve ebitda te tonen. Koninklijke DSM rapporteert een voor herstructureringskosten gecorrigeerde ebitda. Dat lijkt een billijke aanpassing, maar in bedrijven van deze omvang moeten herstructureringen toch als normale activiteit worden aangemerkt. Het inmiddels failliete Thomas Cook rapporteerde in 2018 een ebitdar (earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and restructuring or rent costs) van 13%. Het is sterk de vraag of aan dat getal op dat moment enige positieve informatie kon worden ontleend. Goed renderende bedrijven als Heineken en ASML praten niet eens over ebitda. Veel beleggers laten zich misleiden door de inconsistente presentatie van ebit en ebitda. Vandaar dat het initiatief van de IASB en Esma om de wildgroei te stoppen moet worden toegejuicht. Maar als de IASB zijn voornemen doorzet andere of-

ficiële winstbegrippen te introduceren, wordt de wildgroei alleen maar groter. Immers, bedrijven kunnen dan naast de nieuwe termen ook hun zelf verzonnen ebit en ebitda blijven presenteren. Dat is zeer ongewenst. Van werkelijke terugdringing kan pas sprake zijn als de IASB bereid is de termen ebit en ebitda te accepteren en – vooral – te definiëren. Dat levert als eerste voordeel op dat een van de definitie afwijkende maatstaf niet langer onder deze naam in de jaarrekening mag worden gepresenteerd. Dit bevordert de vergelijkbaarheid tussen bedrijven. Een belangrijk tweede voordeel is dat een officiële definitie impliciet de naleving van de regel bevordert. Als deze maatstaven eenmaal officieel zijn gedefinieerd, is het management van de onderneming verplicht deze definities te hanteren. Daarmee valt het gepresenteerde getal ook onder de accountantscontrole. Het is daarom te hopen voor beleggers en andere belanghebbenden dat ebit en ebitda officieel door de IASB worden geadopteerd.

Dat het definiëren van het operationeel resultaat (niet te verwarren met de kasstroom uit operationele activiteiten) niet altijd eenduidig is, is te lezen in het jaarverslag van de Sligro. In het jaarverslag van Sligro 2019 schrijft men onder andere:

*Operationeel resultaat*

*Door wijzigingen in verslaggevingsregels en keuzes die wij daarbinnen hebben gemaakt, is het zicht op de ontwikkeling van ons operationeel resultaat niet altijd evident. Wij geloven dat investeringen in klantcondities, software en onze fysieke infrastructuur onderdeel zijn van de operationele prestatie, aangezien daar in de toekomst weer vervangingsinvesteringen tegenover staan. De keuze om een belangrijk deel van overnamesommen te activeren en ten laste van het resultaat te amortiseren vinden we geen onderdeel van de operationele performance, immers staan hier in de toekomst geen vervangingsinvesteringen tegenover.*

*Sligro koppelt dan ook meer uitkomsten aan het begrip ebit. Volgens het jaarverslag (2019) kan het bedrijfsresultaat (ebit) in 2019 zowel €44 miljoen, €65 miljoen als €53 miljoen zijn.*

**Figuur 1.13** De presentatie van het bedrijfsresultaat (uit jaarverslag Sligro 2019)

Verkort kan de winst-en-verliesrekening als volgt worden weergegeven:

× € miljoen	2019	2018	× € miljoen	2019	2018
Omzet	2.395	2.346	<b>Ebitda</b>	<b>127</b>	<b>114</b>
Inkoopwaarde van de omzet	(1.811)	(1.780)	Afschrijvingen materiële vaste activa en bijzondere waardeverminderingen	(44)	(41)
<b>Brutowinst</b>	<b>584</b>	<b>566</b>	Afschrijvingen lease activa	(17)	
Overige bedrijfsopbrengsten	13	12	Amortisatie software	(10)	(9)
Totale bedrijfskosten excl. afschrijvingen, amortisatie en bijzondere waardeverminderingen	(470)	(464)	Amortisatie overige immateriële vaste activa (excl. acquisitie gerelateerd)	0	0
<b>Bruto bedrijfsresultaat (ebitda)</b>	<b>127</b>	<b>114</b>	<b>Ebit voor amortisatie overige immateriële vaste activa</b>	<b>56</b>	<b>64</b>
Afschrijvingen en bijzondere waardeverminderingen	(61)	(41)	Eénmalige ontvlechtingskosten en dis-synergie	9	12
<b>Bedrijfsresultaat voor amortisatie (ebitda)</b>	<b>66</b>	<b>73</b>	Reorganisatielasten ten behoeve van organisatieaanpassingen	0	17
Amortisatie immateriële vaste activa	(22)	(20)	<b>'Onderliggend operationeel resultaat'<sup>1)</sup></b>	<b>65</b>	<b>93</b>
<b>Bedrijfsresultaat (ebit)</b>	<b>44</b>	<b>53</b>	Amortisatie overige immateriële vaste activa acquisitie gerelateerd	(12)	(11)
Financiële baten en lasten	(2)	(3)	<b>Ebit gecorrigeerd voor incidentele baten en lasten</b>	<b>53</b>	<b>82</b>
<b>Winst voor belastingen</b>	<b>42</b>	<b>56</b>			
Winstbelastingen	(8)	(10)			
<b>Winst uit voort te zetten bedrijfsactiviteiten</b>	<b>34</b>	<b>46</b>			

<sup>1)</sup> Eenmalige baten onder overige bedrijfsopbrengsten en lasten gerelateerd aan overnames zijn per saldo in beide jaren gelijk.

**Liquide middelen**  
**Correcties**

Als alle opbrengsten op de resultatenrekening ontvangsten zouden zijn en alle kosten ook uitgaven, dan is het bedrijfsresultaat gelijk 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.

*Belasting over bedrijfsresultaat*

De eerste correctie die wordt toegepast is 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 een hogere belastingafrek dan bedrijven die weinig gebruikmaken van leningen. Voor de bepaling van het rendement op investeringen in het verleden of voor de berekening van de operationele kasstroom voor een investeringsanalyse is 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 het overzicht de te betalen belastingen worden berekend over het bedrijfsresultaat. Het verschil tussen de werkelijk te betalen belastingen en de berekende te betalen belastingen wordt later in het kasstroomoverzicht bij de kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten gecorrigeerd.

**VOORBEELD 1.7****Berekening belastingen in het overzicht van de kasstromen op winstbasis**

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

Omzet	€1.000.000
Kosten	–€ 750.000
	<hr/>
Bedrijfsresultaat (ebit)	€ 250.000
Rente	–€ 125.000
	<hr/>
Nettowinst voor Belastingen	€ 125.000
Belastingen 20%	–€ 25.000
	<hr/>
Nettowinst na Belastingen	€ 100.000

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

Bedrijfsresultaat (= ebit = BRT)	€ 250.000
Belastingen 20% over ebit	–€ 50.000

Het werkelijk te betalen belastingbedrag is €25.000. Dit betekent dat het bedrag dat is opgenomen in het kasstroomoverzicht op winstbasis €25.000 te hoog is. In de kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten wordt een correctiepost van €25.000 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.

#### VOORBEELD 1.8

### Bijzondere waardeverminderingen

Op de balans onderscheiden we materiële en immateriële vaste activa. Immateriële vaste activa bestaan uit 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 zijn de bezittingen van de organisatie die langer dan één jaar worden gebruikt voor de productie van goederen of diensten. Voorbeelden hiervan zijn machines en de inventaris. Door het gebruik van deze materiële vaste activa daalt de waarde van deze activa. Het is dan ook gebruikelijk om op materiële vaste activa jaarlijks (al dan niet een vast bedrag) af te schrijven. Hiermee ontstaat een verschil tussen de waardering van de vaste immateriële en materiële activa. Op immateriële vaste activa wordt niet altijd afgeschreven. Als er sprake is van een verwachte gebruiksduur, dan is er geen verschil in de manier van afschrijven op materiële en immateriële vaste activa. Als de immateriële vaste activa, bijvoorbeeld licenties, een onbepaalbare gebruiksduur hebben, dan wordt er niet op deze activa afgeschreven. Wel moet, volgens de internationale standaarden, jaarlijks de waarde van deze materiële vaste activa worden bepaald. Het bepalen of de waarde van de immateriële vaste activa nog wel gelijk is aan de waarde zoals deze in de balans is opgenomen, heet een impairment test. Als bijvoorbeeld zou blijken dat de markt van een bepaald product, dat jij op basis van een licentie mag verkopen, totaal inzakt, dan is die licentie, het bedrag dat je voor het recht hebt betaald, minder waard geworden. Als dat gebeurt stel je de waarde van de licentie naar beneden bij. Als er op de immateriële vaste activa moet worden afgeboekt dan wordt deze waardevermindering in de resultatenberekening verwerkt. Het bedrijf mag er zelf voor kiezen of ze deze waardevermindering apart en daardoor herkenbaar in de resultatenrekening opneemt of in de toelichting verantwoordt. Deze regel maakt het lastig om de operationele kasstroom goed te bepalen. Voor het bepalen van de operationele kasstroom is het



van belang om te onderzoeken of in de resultatenrekening onder bijvoorbeeld de post *Algemene beheerkosten* waardeverminderingen zijn opgenomen. Een afschrijving op immateriële vaste activa is geen uitgave en moet daarom uit het resultaat worden gehaald. Het resultaat moet op dezelfde manier worden gecorrigeerd als de afschrijving op materiële vaste activa.

Ook bij vaste materiële vaste activa kunnen complicaties ontstaan. Zo kan het gebeuren dat een organisatie als onderdeel van het eigen vermogen op de balans een 'herwaarderingsreserve' voor vaste materiële activa heeft opgenomen. Als de prijs van het vastgoed stijgt, dan is het gebruikelijk om de waarde positief bij te stellen. Het is immers de bedoeling dat de balans een getrouw beeld geeft van de bezittingen (en ook de waarde van deze bezittingen). Bedrijven kunnen ervoor kiezen deze waardeverhoging via de resultatenrekening te laten lopen of rechtstreeks te boeken op de herwaarderingsreserve. Om een goede kasstroom, in dit geval een investeringskastroom, te kunnen bepalen, is het belangrijk om te onderzoeken of er niet ergens herwaarderings in de vaste activa, buiten de resultatenrekening, zijn opgenomen. Aan deze waardeverhoging is geen kasstroom verbonden. Als de waardeverhoging via de resultatenrekening is geboekt dan moet het bedrijfsresultaat worden gecorrigeerd.

In theorie lijkt het eenvoudig om de kasstroom op winstbasis op te stellen. Het is de optelsom van het bedrijfsresultaat na correctie voor afschrijvingen en de mutatie voorzieningen. Maar in de praktijk is het niet altijd eenvoudig om de omvang van de afschrijvingen uit de jaarrekening te halen. Het kasstroomoverzicht van Jumbo uit 2019 (zie figuur 1.14) toont aan hoe lastig het kan zijn om de juiste kasstroom uit de balans en resultatenrekening te halen. De toelichtingen moeten vaak worden bestudeerd om inzicht te krijgen in de berekeningen.

**Figuur 1.14** De presentatie van een onderdeel van de operationele kasstromen (uit jaarverslag Jumbo 2019)

<b>Geconsolideerd kasstroomoverzicht over 2019</b>		
<i>Volgens indirecte methode, in €1.000</i>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
<b>Kasstroom uit operationele activiteiten</b>		
Bedrijfsresultaat	<b>188.471</b>	<b>181.195</b>
Aanpassing voor:		
Afschrijvingen en amortisatie (im)materiële vaste activa en gebruiksrecht	414.877	155.377
(Terugname) bijzondere waardeverminderingen	1.624	8.306
Resultaat op desinvesteringen activa	-9.593	-9.401
Mutatie gebruiksrechten leasecontracten en leaseverplichtingen	37.249	-
Mutatie langlopende vorderingen, langlopende schulden en voorzieningen	-48.826	-3.961
	<b>583.802</b>	<b>331.516</b>

### *Mutatie geïnduceerd werkkapitaal*

Om te komen tot de kasstromen uit hoofde van operationele activiteiten (kasstroom op operatiebasis) moet de kasstroom op winstbasis nog gecorrigeerd worden voor mutaties in het geïnduceerd werkkapitaal. Het geïnduceerd werkkapitaal is het verschil tussen de vlottende activa en vlottende passiva die gerelateerd kunnen worden aan de normale bedrijfsvoering, waarbij de posten *Te betalen dividend* en *Te betalen/te vorderen rente* als autonoom vermogen worden gezien. Het werkelijk betaalde dividend en rente vind je terug in de financieringskasstromen en niet bij de operationele activiteiten.

Geïnduceerd  
werkkapitaal

Door het kopen en verkopen van goederen of diensten op krediet ontstaan er verschillen tussen de opbrengsten en de ontvangsten in een periode. 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. Om tot een juiste operationele kasstroom te komen moet de resultatenrekening gecorrigeerd worden voor veranderingen in de posten *Vorraden*, *Debiteuren* en *Crediteuren*. Daarnaast 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 echter de belasting al als een uitgave opgenomen. Dat geeft een vertekend beeld in het kasstroomoverzicht. Pas de werkelijke betaling van de belastingaanslag geeft een daling van het saldo op de bankrekening en is de werkelijke uitgave.

Juiste operatio-  
nele kasstroom

Om de juiste bedragen voor de mutatie van het geïnduceerd werkkapitaal in het kasstroomoverzicht op te nemen, is het van belang om na te gaan 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*. Voor het kasstroomoverzicht betekent een mutatie in de post *Debiteuren* een correctie van de kasstroom. De omzet wordt in de resultatenrekening als een opbrengst gezien. Als de omzet gelijk is aan de stijging van de post *Debiteuren* kan er wel een positief bedrijfsresultaat (en dus een positieve kasstroom op winstbasis) zijn, maar komt er geen geld binnen. De hoeveelheid geld in kassa stijgt niet en er is dus geen positieve kasstroom. Alleen maar verkopen op krediet brengt uiteindelijk geen geld in het laatje. Pas als de debiteuren betalen neem het banksaldo toe. De betaling van een vordering op een klant van vorig jaar is niet terug te vinden in de resultatenrekening van dit jaar. Het banksaldo stijgt 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 dan is er per saldo meer geld binnengekomen en de mutatie is dan een positieve kasstroom.

Debiteuren

Negatieve  
kasstroom

- Een vergelijkbare redenering geldt voor de voorraden van een bedrijf. Op de resultatenrekening wordt het verbruik van de goederen onder andere geboekt als inkoopwaarde van de omzet. Een bedrijf kan in een jaar wel meer 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 daalt. Een stijging van de voorraden is daarom een negatieve kasstroom.
- Inkopen die 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, dan kun je dat zien als een positieve kasstroom.

Vorraden

Crediteuren  
Verhoging van  
de kasstroom

### Samengevat

- Om van de kasstroom op winstbasis naar de kasstroom op operatiebasis te gaan, moet de kasstroom op winstbasis gecorrigeerd worden voor veranderingen in de vlottende activa en het geïnduceerd vermogen (de mutatie van het geïnduceerd werkkapitaal). Een stijging van de vlottende activa betekent een negatieve kasstroom; een daling betekent een positieve kasstroom.
- Voor het geïnduceerd vermogen (dat op de creditzijde van de balans terug te vinden is) 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 operationele kasstromen.
- Het gaat bij het werkkapitaal om het geïnduceerd vermogen. De post *Te betalen belastingen* valt hier wel onder, de post *Rekening-courant* en de post *Te betalen dividend* niet. Te betalen dividend is een beslissing van het bestuur en vloeit niet automatisch voort uit de bedrijfsactiviteiten.

### VOORBEELD 1.9

## Berekening kasstromen uit hoofde van operationele activiteiten

Van het bedrijf Janssen zijn de volgende gegevens bekend:

**Balans Janssen 31-12-2020 en 31-12-2021 (in euro's)**

	31-12-2021	31-12-2020		31-12-2021	31-12-2020
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
	<b>1.700.000</b>	<b>1.825.000</b>		<b>1.700.000</b>	<b>1.825.000</b>

In de post *Crediteuren* is de post *Te betalen belastingen* opgenomen; er is een winstuitkering van €28.750 over 2020 uitbetaald.

De resultatenrekening over 2021 is als volgt:

<b>Resultatenrekening</b> (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 15%	12.750
Winst	72.250
Winstinhouding	35.000

Bereken de kasstromen uit hoofde van operationele activiteiten (inclusief mutaties Vlottende activa en Passiva (geïnduceerd werkkapitaal)).

Bedrijfsresultaat (ebit)	€150.000
Belasting over bedrijfsresultaat 15%	-€ 22.500
Afschrijving	€250.000
Overige correcties bedrijfsresultaat (mutatie voorzieningen)	-€ 50.000
Kasstroom op winstbasis	€327.500
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	€292.500

### Kasstromen uit hoofde van investeringsactiviteiten

Kasstromen uit hoofde van investeringsactiviteiten vloeien voort uit mutaties in de vaste activa op de balans. Aanschaf en herwaardering van vaste activa verschijnen niet op de winst-en-verliesrekening, afschrijvingskosten en verkoop van reeds afgeschreven activa daarentegen wel. Een toename van posten onder de vaste activa gedurende het boekjaar betekent dat je

**Kasstromen uit hoofde van investeringsactiviteiten**  
Mutaties  
Vaste activa

'extra' activa hebt gekocht. Dat is een uitgave en dus een negatieve kasstroom. Een lagere boekwaarde van een vaste actiefpost aan het eind van het jaar betekent dat je activa hebt verkocht (een desinvestering) en dat is een ontvangst, dus een positieve kasstroom.

#### VERVOLG VOORBEELD 1.9

### Berekening investeringsbedrag in vaste activa

Uit de balans in combinatie met de resultatenrekening is het netto-investeringsbedrag in vaste activa te berekenen. Op de balans 2020 staat de post *Vaste activa* voor een bedrag van €1.200.000. De afschrijvingen zijn €250.000. Zonder (des)investeringen in 2021 zou de post *Vaste activa* €950.000 moeten bedragen ( $€1.200.000 - €250.000 = €950.000$ ). Uit de balans van 2021 blijkt dat de waarde van vaste activa €1.000.000 is. Dit betekent dat er per saldo voor een bedrag van €50.000 in 2020 geïnvesteerd moet zijn.

#### VOORBEELD 1.10

### Berekening van de investeringskasstromen in de praktijk

In voorbeeld 1.9 lijkt het berekenen van de investeringskasstroom een eenvoudige zaak. De praktijk is helaas wat lastiger. De jaarverslaggevingsregels zijn niet altijd eenduidig. Soms kunnen waardeveranderingen van vaste activa via een herwaarderingsreserve worden geboekt. Een toename van de waarde van de activa is normaal gesproken een investering en zou onder de investeringskasstroom een plaats moeten krijgen. Maar als je aan de debetzijde de post *Vaste activa* met €1.000 laat toenemen en je boekt op de creditzijde (de balans moet in evenwicht blijven) ook €1.000 onder de post *Herwaarderingsreserve*, dan is daar geen euro aan te pas gekomen. Er is geen enkele kasstroom. In de praktijk is het soms lastig om uit te zoeken in hoeverre een verandering van de post *Vaste activa* wel of niet tot een kasstroom, oftewel een investering, heeft geleid. Het kasstroomoverzicht van Jumbo uit 2019 laat zien dat je niet zomaar de investeringen kunt berekenen door de mutatie van de vaste activa uit de balans te corrigeren met de afschrijvingen.

In de jaarrekening van Jumbo 2019 is de volgende informatie te vinden:

**Figuur 1.15** De presentatie van een onderdeel van de operationele kasstromen (uit jaarverslag Jumbo 2019)

**Geconsolideerde balans per 29 december 2019**

Voor winstbestemming, in €1.000

<b>Activa</b>	<b>29 december 2019</b>	<b>30 december 2018</b>
<b>Vaste activa</b>		
Immateriële vaste activa	1.630.479	1.605.122
Materiële vaste activa	477.943	377.874
Gebruiksrechten leasecontracten	2.514.108	-
Financiële vaste activa	68.034	34.639
Latente belastingvorderingen	1.908	-
	<b>4.692.472</b>	<b>2.017.635</b>

Even los van de posten *Gebruiksrechten leasecontracten*, *Financiële vaste activa* (= een tijdelijke belegging van een overschot aan liquide middelen en hoort bij de financieringskasstromen) en *Latente belastingvordering* (= te vergelijken met een voorziening) mag je stellen dat de totale vaste activa op 29 december 2019 €2.108.422 en op 30 december 2018 €1.982.996 bedragen. Uit het jaarverslag is op te maken dat de totale afschrijvingen op de immateriële vaste activa €95.062 bedragen en op de materiële vaste activa €76.776.

Uitgaande van deze getallen zou je verwachten:

Stand Vaste Activa eind 2018	€1.982.996
Afschrijving 2019 (€95.062 + €76.776 =)	€ 171.838
Stand Vaste Activa 2019 indien niet geïnvesteerd	€1.811.158
Werkelijke Stand Vaste Activa	€2.108.422

Saldo In- en Desinvesteringen	€ 297.264
-------------------------------	-----------

Het kasstroomoverzicht van Jumbo toont de volgende cijfers (in €1000):

**Figuur 1.16** De presentatie van een onderdeel van de operationele kasstromen (uit jaarverslag Jumbo 2019)

<b>Kasstroom uit investeringsactiviteiten</b>	<b>29 december 2019</b>	<b>30 december 2018</b>
Investerings in (im)materiële vaste activa	-284.541	-220.978
Desinvesteringen van (im)materiële vaste activa	3.894	4.371
Investerings in voor verkoop aangehouden activa	-15.904	-13.851
Desinvesteringen van voor verkoop aangehouden activa	47.901	50.570
Verwervingen van belangen	-51.666	-283.832
Vervreemdingen van belangen	3.847	1.454
Verstreckte langlopende vorderingen	-30.019	-14.173
Aflossingen langlopende vorderingen	6.939	9.788
Ontvangen rente	2.090	2.837
<b>Netto kasstroom uit investeringsactiviteiten</b>	<b>-317.459</b>	<b>-463.814</b>

Ervan uitgaande dan de bedragen op de posten *Verstreckte langlopende vorderingen*, *Aflossingen langlopende vorderingen* en *Ontvangen rente* niet als investeringen, maar als financieringskasstromen aan te merken zijn, is volgens onze definitie de netto kasstroom uit investeringsactiviteiten:  
 $€317.459 - €30.019 + €6.939 + €2.090 = €296.469$

Er is dus een verschil van €795 (€297.264 volgens onze berekening en €296.469 blijkend uit de cijfers van Jumbo). Aangezien de bedragen in duizenden zijn, gaat het om €795.000. De eenvoudige methode geeft een aardige benadering, maar om echt de juiste bedragen te kunnen vinden, moet je alle toelichtingen doornemen en dan nog zijn niet alle bedragen uit het overzicht te vinden. De werkelijkheid is dus net iets lastiger dan de eenvoudige rekenformule.

De optelsom van de kasstromen uit hoofde van operationele activiteiten en de kasstromen uit hoofde van investeringen geeft de vrije kasstroom. De vrije kasstroom is het bedrag dat in principe beschikbaar is voor de verschaffers van het vermogen en daarmee uitgangspunt voor de investeringsanalyse.

**Optelsom leidt tot vrije kasstroom**

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

Bedrijfsresultaat (ebit)		€
Belasting over bedrijfsresultaat		- €
Afschrijving		€
Overige correcties bedrijfsresultaat (bijvoorbeeld mutatie voorziening)		€
<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 op operatiebasis</i>		€
Investeringskasstroom		
Saldo in- en desinvesteringen		€
<i>Vrije kasstroom</i>		€

## VERVOLG VOORBEELD 1.9

## Berekening vrije kasstroom

Bedrijfsresultaat (ebit)		€150.000
Belasting over bedrijfsresultaat 15%	-	€ 22.500
Afschrijving		€250.000
Overige correcties bedrijfsresultaat (mutatie voorzieningen)	-	€ 50.000
Kasstroom op winstbasis		<u>€327.500</u>
Mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)		
Voorraad (grondstoffen/eindproducten)	-	€100.000
Debiteuren	€	25.000
Crediteuren	€	<u>40.000</u>
Saldo mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)	-	€ 35.000
Kasstroom uit hoofde van operationele activiteiten		<u>€292.500</u>
Investeringskasstroom		
Saldo in- en desinvesteringen	-	€ 50.000
Vrije kasstroom		<u>€242.500</u>

**Kasstroom uit hoofde van financieringsactiviteiten**

De vrije kasstroom is het bedrag dat beschikbaar is voor de vermogensverschaffers. De kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten laten zien welk bedrag de vermogensverschaffers per saldo hebben ontvangen of gestort. De financieringskasstromen 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).

*Vergoeding voor het gebruik van vermogen*

De eerste post in het kasstroomoverzicht van de financieringskasstroom is *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 2021 niet in 2021 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 nauwkeurig de bestemming van de behaalde winst na belasting worden vastgesteld. Als de behaalde winst aan de reserves wordt toegevoegd dan gebeurt er niets in het kasstroomoverzicht. Als een gedeelte van de winst in de vorm van een dividend wordt uitgekeerd, wordt het bedrag op het moment van daadwerkelijke uitkering als een uitgaande kasstroom in het kasstroomoverzicht opgenomen.

**Vrije kasstroom**  
**Vermogens-**  
**verschaffers**
**Kasstroom uit**  
**hoofde van**  
**financierings-**  
**activiteiten**  
**Financierings-**  
**kasstromen**
**Betaalde rente****Dividend**



### 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 inkoop, 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*. De mutatie op de post *Rekening-courantkrediet* wordt dan de post die door het opstellen van een kasstroomoverzicht is verklaard.

Aantrekken en terugbetalen van vermogen

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. In de resultatenrekening is het bedrag aan vennootschapsbelasting meestal niet gelijk aan het in de operationele kasstroom berekende bedrag. Het verschil tussen het berekende 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.

Correctie belastingen

Een voorbeeld van het schema van de kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten is:

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

#### VERVOLG VOORBEELD 1.9

### Berekening kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten

Uit de creditzijde van de balans 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 winst na aftrek van belasting is €72.250; de

winstinhouding is €35.000. Hieruit blijkt dat er een bedrag van €72.500 – €35.000 = €37.250 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 2021 is uitgekeerd. Er is een rente van €65.000 betaald. Dit bedrag is een negatieve kasstroom uit hoofde van financieringsactiviteiten. De kasstroom uit hoofde van operationele activiteiten bevat een post *Belastingen* van 15% over het bedrijfsresultaat (€22.500). Het werkelijke bedrag aan belastingen dat is betaald is €12.500. Als er geen belastingcorrectie zou plaatsvinden, komt men een bedrag van €22.500 – €12.750 = €9.750 tekort. Vandaar dat er een (positieve) correctie belastingen van €9.750 als kasstroom uit hoofde van financieringsactiviteiten wordt geboekt.

*Kasstroom uit hoofde van financieringsactiviteiten*

Saldo aan- en aflossen van vermogen	
Dividenduitkering	– €37.250,00
Betaalde rente	– €65.000,00
Correctie belastingen	€ 9.750,00
Totale financieringskasstroom	– €92.500,00

De drie onderdelen van het kasstroomoverzicht (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 opgesteld volgens de indirecte methode. Zowel de directe als de indirecte methode leidt tot hetzelfde banksaldo aan het eind van het boekjaar en geeft een verklaring voor veranderingen in het banksaldo (liquide middelen), maar dat gebeurt volgens twee verschillende invalshoeken. 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.

**VERVOLG VOORBEELD 1.9**

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 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 hoofde van operationele activiteiten	€292.500
Kasstromen uit hoofde van investeringsactiviteiten	– € 50.000
Kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten	– € <u>92.500</u>
Per saldo toename banksaldo	€150.000

**Figuur 1.17** Schema's Kasstroomoverzicht volgens de directe en de indirecte methode

### Directe methode

<i>Kasstroom uit operationele activiteiten</i>	
Ontvangsten van afnemers	€
Betalingen aan leveranciers en werknemers	€
	€
Kasstroom uit operationele activiteiten	€
<i>Investeringskasstroom</i>	
Betalingen aan leveranciers vaste activa	€
Vrije kasstroom	€
<i>Financieringskasstroom</i>	
Ontvangen interest	€
Betaalde interest	€
Ontvangen dividend	€
Aflossingen	€
Aantrekken van vermogen	€
Belastingen	€
Totale Financieringskasstroom	€

### Indirecte methode

<i>Operationele kasstroom</i>	
Bedrijfsresultaat (ebit)	€
Belasting over bedrijfsresultaat	- €
Afschrijving	€
Overige correcties bedrijfsresultaat (bijvoorbeeld mutatie voorziening)	€
Kasstroom op winstbasis	€
Mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)	
Voorraad grondstoffen	€
Voorraad eindproducten	€
Debiteuren	€
Crediteuren	€
Overige (bijvoorbeeld te betalen belastingen)	€
Saldo mutatie werkkapitaal (geïnduceerd)	€
Kasstroom op operatiebasis	€
<i>Investeringskasstroom</i>	
Saldo in- en desinvesteringen	€
Vrije kasstroom	€
<i>Financieringskasstroom</i>	
Saldo aan- en aflossen van vermogen	€
Dividenduitkering	€
Betaalde rente	€
Correctie belastingen	€
Totale financieringskasstroom	€

Vrije kasstroom + Financieringskasstroom = mutatie liquide middelen (achteraf)

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

Uit de 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. Niets is minder waar. Zo zijn er bijvoorbeeld op de site van Investopedia vijf verschillende formules gegeven voor de berekening van de vrije kasstroom. Als je twee bedrijfseconomen met elkaar over de omvang van de vrije kasstroom hoort praten, dan zou je kunnen veronderstellen dat ze allebei hetzelfde bedrag in hun hoofd hebben. De kans is groot dat ieder op zijn eigen manier het bedrag heeft uitgerekend. Dit betekent dat je altijd even moet vragen welke definitie de opsteller van de berekening heeft gebruikt.

Zoals uit het artikel van professor Bouwens (zie voorbeeld 1.6) blijkt, hebben bedrijven er steeds meer een handje van om eigen begrippen te gebruiken in hun jaarrekening. Voor de gebruiker van de jaarrekening wordt het dan een hele zoektocht om erachter te komen welke begrippen dat bedrijf gebruikt, wat je precies onder dat begrip moet verstaan en vooral wat de reden is om dat begrip te gebruiken. De IASB probeert met het vastleggen van begrippen steeds meer grip op de definities te krijgen. Voorlopig blijft het aanbevolen om kritisch na te gaan wat een bedrijf verstaat onder een bepaald begrip.

## 1.4 Uitgangspunten van het vak financiering en waarden op basis van kasstromen

Het vak financiering in klassieke vorm kent een aantal uitgangspunten en stellingen op basis waarvan redeneringen worden opgebouwd. In deze paragraaf bespreken we enkele van deze uitgangspunten en stellingen.

### 1 Principe van tijdsvoorkeur oftewel de tijdswaarde van het geld

In het vakgebied financiering draait het om kasstromen en de waarde van de kasstromen. Het belangrijkste uitgangspunt is wellicht het idee dat, als gevolg van het vergoeden van geld op een bankrekening, een euro die je vandaag ontvangt meer waard is dan een euro die je over een jaar ontvangt. Men noemt dit fenomeen de tijdswaarde van het geld, die ontstaat doordat je geld kunt verdienen met geld. Met het geld dat je eerder krijgt, kun je ook weer eerder winstgevende projecten financieren. Door gebruik te maken van rekentechnieken uit de financiële rekenkunde, waarbij later te ontvangen bedragen lager worden gewaardeerd dan huidige ontvangsten, kunnen projecten worden gewaardeerd en beoordeeld.

Financiële  
rekenkunde

#### VOORBEELD 1.11

### Negatieve rente

Sinds de financiële crisis van 2008 heeft de belegger geleerd om te gaan met een negatieve rente. Zie bijvoorbeeld het bericht van de Consumentenbond (2020) op haar website.

● Bron: Website Consumentenbond

## Banken rekenen al negatieve rente

De rente op spaarrekeningen zonder beperkende voorwaarden komt in Nederland niet meer boven de 0,3% uit. Bij Triodos Bank, Van Lanschot-dochter Evi, ABN Amro (vanaf 1 april 2020) en ING (vanaf 1 april 2020 boven de €100.000) staat de spaarrente inmiddels op 0%.

Vermogende klanten hebben al te maken met een negatieve spaarrente, bijvoorbeeld bij:

- Van Lanschot (-0,2% voor tegoeden boven de €2,5 miljoen en -0,4% boven de €5 miljoen)
- ING (met ingang van 1 april 2020, -0,5% boven de €1 miljoen)
- ABN Amro (met ingang van 1 april 2020 ook -0,5%, maar pas boven de €2.5 miljoen)
- Rabobank (met ingang van 1 juli 2020, -0,5% boven de €1 miljoen)
- Bij Bunq zijn vermogende klanten het slechtst af. De bank rekent 3 cent 'bewaargeld' per €1000, zodra je saldo boven de €100.000 uitkomt. Met een saldo van €150.000 is dat omgerekend €547,50 per jaar.

6 maart 2020

In 2021 zijn de banken weer verder gegaan. In april 2021 moet je als klant van de ING 0,5% per jaar aan de bank betalen vanaf een positief saldo van €100.000.

De financiële wereld raakt steeds meer gewend aan hele lage en zelfs negatieve rentevoeten. Het maakt dan niet zo veel meer uit of je vandaag een euro ontvangt of over een paar maanden. De werking van tijdsvoorkeur is omgekeerd, zeker als je ook nog rekening houdt met inflatie. Uitleenen kost geld. Daarmee blijft het principe van tijdsvoorkeur in stand. Alleen bij een 'reële' disconteringsvoet, dus rekening houdend met inflatie, van 0% maakt het niet meer uit of de euro vandaag of over een maand wordt betaald en is het principe niet relevant.

## 2 Cash is King

Bekende slogans binnen het vak financiering zijn:

- 'Cash is King'
- 'Cash is a fact; profit is an opinion'

### *Cash is King*

Deze bekende slogan kwam op in de jaren tachtig van de vorige eeuw toen het niet goed ging met de economie. Veel bedrijven hadden moeite om te overleven en sloten hun poorten. Om te kunnen blijven overleven, gingen bedrijven vooral op zoek naar geld. Zolang je je rekeningen kunt blijven betalen uit de ontvangsten uit verkoop of nieuwe leningen, ga je niet failliet. Het motto werd: ga op zoek naar geld, want dan blijf je bestaan. Inmiddels

heeft het motto zijn kracht bewezen tijdens de financiële crisis van 2008 en de coronacrisis van 2020. Dat cash belangrijk is blijkt in maart 2020 tijdens de coronacrisis uit de oproep van aandeelhouders aan bedrijven om af te zien van een dividenduitkering.

BRON: *Het Financieele Dagblad*, 28 MAART 2020

## Oproep aandeelhouders aan bedrijven: vergeet het dividend

Een uiterst opmerkelijk geluid in heel bijzondere tijden: aandeelhouders die bedrijven vragen dividenden te verlagen of zelfs op te schorten. Ook bij oliemaat-

schappij Shell, waar dividenden bijna heilig zijn verklaard, staat de winstuitkering aan de aandeelhouders ter discussie.

Dat je niet alleen moet afgaan op cash wordt mooi verwoord in het artikel van Jay Golz.

● Bron: <http://boss.blogs.nytimes.com> Jay Golz (december 2010)

### Why Cash Is NOT King

'Cash is king' is a well-worn phrase that has been used quite a bit over the last few years. I hate to burst the bubble, but it is not true. Cash can be king for a day or a month, but eventually it will be unseated by the real king: profit.

Don't get me wrong, cash is critical. Without cash, a company can become insolvent, unable to pay its people, its bills, its other obligations. The end result could be bankruptcy. But without profit, cash will eventually be revealed as a fraud. There are many ways to have cash without profit. It could be borrowed, or from investors, or from customer deposits, or from inventory that was sold but not replaced, or from the sale of an asset.

Each of these situations will result in cash, but you will not be king – even if you feel like king (for a while). Maybe cash is king should become *cash is critical*. Not as catchy, perhaps, but more accurate. But then we also need a slogan for profit. How about 'profits before Porsches?' or 'cash pays the bills but profits pay back the investors.'

*Cash is a fact; profit is an opinion*

In de eerste tien jaar van de 21<sup>e</sup> eeuw, nadat in de jaren negentig de economie een wonderbaarlijk herstel had laten zien, werd de wereld opgeschrikt door boekhoudschandalen. Bedrijven als Enron in de VS en Ahold in Nederland bleken zeer creatief in het verwerken van financiële feiten, waar-

bij de winsten die in het jaarverslag verschenen uiteindelijk niet een getrouw beeld gaven van de werkelijkheid. Op zo'n moment wordt weer teruggegrepen op concepten waarbij het sjoemelen met cijfers niet kan. In plaats van de resultatenrekening werd het kasstroomoverzicht een belangrijk overzicht om de financiële situatie van een bedrijf te beoordelen. Het is onmogelijk om te liegen met een banksaldo. Het banksaldo neemt alleen maar toe als er daadwerkelijk geld is gestort en neemt af wanneer er geld wordt overgeboekt naar een andere bankrekening.

Kasstroom-  
overzicht

1

Beide slogans hebben binnen het vak financiering nog een andere betekenis. Binnen het vakgebied kijkt men graag vooruit. Om aandelen, obligaties, investeringsprojecten of bedrijven te waarderen is het van belang om de verwachte kasstromen in beeld te brengen. Winsten horen bij het kijken in de achteruitkijkspiegel. Als je ergens naartoe gaat is het goed om te weten wat er achter je ligt, maar het is veel beter om je ogen op de onbekende weg van de te verwachten kasstromen te houden.

### 3 Verhouding rendement en risico

Een heel belangrijk uitgangspunt in de financieringsliteratuur is het idee dat er een *verband* is tussen '*risico*' en *rendement*. Bedrijven voeren allerlei projecten uit. Dat kunnen projecten zijn waarvan de ondernemer met bijna 100% zekerheid kan zeggen wat de resultaten zijn. Zo'n project geeft weinig risico. Onder risico verstaan we het idee dat de werkelijkheid anders kan zijn dan verwacht. Het kan zowel mee- als tegenvallen. Organisaties kunnen projecten uitvoeren waarvan de uitkomsten zeer onzeker zijn. Dit zijn risicovolle projecten. Volgens de theorie mag je van zo'n risicovol project een hoger rendement eisen/verwachten dan van een project waarvan de uitkomsten zeker zijn. Het idee dat rendement en risico met elkaar in overeenstemming moeten zijn, zie je ook op de effectenbeurs. Beleggers in aandelen lopen meer risico dan beleggers in Nederlandse staatsobligaties. Vandaar dat het te verklaren is dat het gemiddelde rendement op aandelen hoger is dan het gemiddelde rendement op Nederlandse staatsobligaties.

Verband '*risico*'  
en rendement

Risico

### 4 Waarderen doe je door de verwachte kasstromen te disconteren

Sinds met het verschijnen van het boek *The wealth of nations* van Adam Smith in 1776 het vak economie is ontstaan (daarvoor heette het vak 'moral science'), is men op zoek naar een methode om de prijs dan wel de waarde van een goed of dienst vast te stellen. Er waren aanhangers van het objectieve waardebegrip en het subjectieve waardebegrip. Volgens de aanhangers van het objectieve waardebegrip zou de prijs van een goed niets anders moeten zijn dan de optelsom voor de vergoeding van alle arbeid en grondstoffen die rechtstreeks in het product aanwezig zijn. De subjectieve waardeleer ging uit van het idee dat een prijs en daarmee de waarde van een goed of dienst tot stand komt op basis van schaarste. Rembrandt van Rijn heeft heel wat uren en verf in zijn schilderijen zitten, maar de prijs van een Rembrandt ligt waarschijnlijk toch iets hoger dan een redelijke uurvergoeding en de kosten van de verf. Volgens het subjectieve waardebegrip is de prijs het resultaat van vraag en aanbod op basis van 'wat de gek ervoor geeft'. Er ontstaat handel als voor de koper de waarde van een goed of dienst hoger is dan de prijs die hij ervoor moet betalen. De verkoper denkt er net iets anders over. De verkoper is bereid afstand te doen van een goed of dienst als hij een lagere waarde aan een goed of

Waardebegrip

dienst toekent dan de prijs. Hiermee is het verschil tussen de begrippen

**Waarde**

'waarde' en 'prijs' aangegeven. De waarde wordt op basis van rationele of minder rationele inschattingen door ieder op zijn manier bepaald; de prijs komt tot stand door overtuiging of onderhandelen.

**Prijs**

Het vak financiering gaat vooral over methoden, technieken en ideeën over waardering. Volgens de theorie is de waarde van een aandeel, obligatie, investering of bedrijf niets anders dan de contante waarde van de verwachte kasstroom. Om aandelen, obligaties, investeringen of bedrijven te kunnen waarderen, moet je een beeld hebben van de hoogte en periode van de verwachte kasstromen enerzijds en de hoogte van de disconteringsvoet anderzijds. De disconteringsvoet is het percentage waarmee de verwachte kasstromen contant worden gemaakt. Vandaar dat er een heel nauwe relatie is tussen het vakgebied financiering (geeft methoden en technieken op basis waarvan de relevante kasstromen en de disconteringsvoet worden bepaald) en financiële rekenkunde (geeft aan hoe je de rekensom uiteindelijk moet uitvoeren).

**Contante waarde van de verwachte kasstroom**

De belangrijkste formule in het vakgebied financiering luidt:

$$\text{Waarde} = \sum_{t=0}^n \frac{\text{verwachte kasstroom}_t}{(1 + \text{disconteringsvoet})^t}$$

## 5 Vermogensmarkten zijn efficiënt

Er ontstaat volgens de theorie handel als er bij kopers en verkopers een verschil is tussen de aan een product of dienst toegekende waarde en de prijs. Verschillen ontstaan door informatie. Beurshandelaren stellen wel eens dat het hen niet uitmaakt of koersen dalen of stijgen, als er maar beweging is, zodat er wat te verdienen valt. Er ontstaat beweging als verwachtingen op basis van nieuwe informatie naar boven of naar beneden worden bijgesteld. Informatie zet de markten in beweging en we spreken van een efficiënte markt als alle informatie in de prijs is verwerkt. Of omgedraaid: de prijs van financiële producten die op ieder moment tot stand komt, geeft aan hoe de markt denkt over de markt; alle informatie is immers verwerkt in de prijs. Tegenwoordig geven steeds meer economen in theorieën aan dat markten als gevolg van menselijk gedrag (bijvoorbeeld kuddegedrag) toch niet zo efficiënt zijn als in eerste instantie gedacht.

**Efficiënte markt**

### VOORBEELD 1.12

## Efficiënte markten

Het idee van efficiënte markten is uit te leggen aan de hand van de prijsvorming op de aandelenmarkt. In theorie is de waarde van een aandeel de contante waarde van de verwachte kasstromen. De verwachte kasstromen in het geval van een aandeel zijn de verwachte dividenduitkeringen. Als een nv bijvoorbeeld op een bepaald moment aankondigt dat het zodanig minder gaat met het bedrijf dat er geen sprake kan zijn van dividend, dan kan dat tot gevolg hebben dat veel aandeelhouders op dat moment hun verwachtingen over de opbrengst naar beneden bijstellen, waardoor voor deze aandeelhouders de waarde van het aandeel daalt. Als de koers (= de prijs) op



dat moment nog hoger is dan de verwachte waarde, zullen deze aandeelhouders de aandelen willen verkopen. Er ontstaat aanbod, waardoor de kans erg groot is dat er pas kopers te vinden zijn bij een lagere koers. Uiteindelijk komt er een nieuwe prijs tot stand. In deze prijs is het bericht dat er geen dividend wordt uitgekeerd verwerkt. In een niet-efficiënte markt speelt informatie geen rol en wordt het lastiger om de prijs van een product te bepalen. Binnen het vakgebied financiering wordt veel waarde gehecht aan het idee van efficiënte vermogensmarkten. Door uit te gaan van efficiënte markten wordt het mogelijk om de prijzen van aandelen en obligaties te gebruiken in de analyses over markten en kostenvoeten.

## 6 Het draait om aandeelhouderswaarde

Corporate governance gaat over de vraag hoe een onderneming bestuurd zou moeten worden. Binnen het vakgebied financiering is deze vraag vertaald in de vraag: hoe worden de beslissingen genomen? In een ideale situatie zou je kunnen stellen dat beslissingen vooral op basis van rationele overwegingen, zoals calculaties, genomen zouden moeten worden. De praktijk is echter weerbarstiger. Het nemen van beslissingen gaat gepaard, zeker op strategisch niveau, met het afwegen van belangen. Wat goed is voor een aandeelhouder op korte termijn is misschien niet altijd goed voor de werknemer. Om het gedrag en de beslissingen van bestuurders te kunnen begrijpen is het van belang om te weten wiens belangen zij vooral vertegenwoordigen. Binnen de literatuur over behoorlijk bestuur bestaan twee heel duidelijke opvattingen over de functie van een organisatie, die dient als leidraad voor het nemen van beslissingen door bestuurders. In Europa is het Rijnlandse model bekend geworden. Volgens het Rijnlandse model wordt een bestuurder geacht in de besluitvorming rekening te houden met de belangen van alle stakeholders van een organisatie. Stakeholders zijn mensen, partijen of bedrijven die een belang hebben bij het bestaan van de organisatie. Voorbeelden van stakeholders zijn werknemers, leveranciers, afnemers, banken en aandeelhouders. Het Rijnlandse model wordt ook wel de stakeholderbenadering genoemd.

De tegenhanger van het Rijnlandse model is het Angelsaksische model. In het Angelsaksische model, ook wel de stockholderbenadering genoemd, is de onderneming en daarmee het bestuur het verlengstuk van de aandeelhouder. Het bestuur is wel verantwoordelijk voor de contacten met alle stakeholders, maar uiteindelijk legt het bestuur alleen verantwoording af aan de aandeelhouder. Het voordeel van de stockholderbenadering is dat het bestuur in feite maar op één criterium, namelijk 'de mate waarin ze voor de aandeelhouder waarde heeft weten te creëren', kan worden afgerekend. In het Rijnlandse model is dat wat ingewikkelder. Het bestuur moet rekening houden met meerdere belangen en dan wordt het lastiger om te bepalen of het bestuur de juiste keuzes heeft gemaakt. Wat goed is voor de één kan nadelig uitwerken voor de andere groep. Er is dus altijd wel iemand tevreden en iemand ontevreden, tenzij het bestuur zodanige keuzes heeft gemaakt dat heel duidelijk kan worden aangetoond dat er sprake is van wanbeleid.

Behoorlijk  
bestuur

Rijnlandse  
model

Stakeholders

Angelsaksische  
model

Aandeelhou-  
derswaarde  
creëren

Stockholder-  
benadering

In de Nederlandse Corporate Governance Code (beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice-bepalingen) uit 2016 is het volgende uitgangspunt geformuleerd:

‘De Code berust op het uitgangspunt dat de vennootschap een *lange termijn samenwerkingsverband* is van diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders. Stakeholders zijn groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers en andere belanghebbenden. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een verantwoordelijkheid voor *de afweging van deze belangen en zijn doorgaans gericht op de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van waarde op de lange termijn*. Stakeholders moeten erop kunnen vertrouwen dat hun belangen op zorgvuldige wijze worden meegewogen, omdat dit een voorwaarde is voor hen om binnen en met de vennootschap samen te werken. Goed ondernemerschap en goed toezicht zijn essentiële voorwaarden voor stakeholders voor het vertrouwen in het bestuur en het toezicht. Daaronder zijn begrepen integer en transparant handelen door het bestuur en het afleggen van verantwoording over het toezicht door de raad van commissarissen. Bepalend voor de werking van de Code is niet de mate waarin deze naar de letter wordt nageleefd, maar de mate waarin de intenties van de Code leidend zijn voor het doen en laten van alle betrokkenen’.

Bron: De Nederlandse Corporate Governance Code 2016, <https://www.mccg.nl/>

Uit de hiervoor gegeven omschrijving van een vennootschap kun je opmaken dat in Nederland gekozen is voor het Rijnlandse model. Er zijn cultuurverschillen tussen Europa en de Verenigde Staten van Amerika. Europeanen ervaren de Amerikaanse bedrijven als meer zakelijker. De werknemer is minder beschermd, alhoewel de rol van de vakbond in de VS groter is dan in Nederland. De manier waarop Amerikaanse bedrijven worden bestuurd, zien wij als voorbeeld van het Angelsaksische model. De verassing was dan ook compleet toen in 2019 de volgende verklaring door de CEO's van multinationals werd gepubliceerd:

#### **Statement on the Purpose of a Corporation**

Americans deserve an economy that allows each person to succeed through hard work and creativity and to lead a life of meaning and dignity. We believe the free-market system is the best means of generating good jobs, a strong and sustainable economy, innovation, a healthy environment and economic opportunity for all.

Businesses play a vital role in the economy by creating jobs, fostering innovation and providing essential goods and services. Businesses make and sell consumer products; manufacture equipment and vehicles; support the national defense; grow and produce food; provide health care; generate and deliver energy; and offer financial, communications and other services that underpin economic growth.

While each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders. We commit to:

- Delivering value to our customers. We will further the tradition of American companies leading the way in meeting or exceeding customer expectations.

- Investing in our employees. This starts with compensating them fairly and providing important benefits. It also includes supporting them through training and education that help develop new skills for a rapidly changing world. We foster diversity and inclusion, dignity and respect.
- Dealing fairly and ethically with our suppliers. We are dedicated to serving as good partners to the other companies, large and small, that help us meet our missions.
- Supporting the communities in which we work. We respect the people in our communities and protect the environment by embracing sustainable practices across our businesses.
- **Generating long-term value for shareholders, who provide the capital that allows companies to invest, grow and innovate. We are committed to transparency and effective engagement with shareholders.**

Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country.

Bron: <https://system.businessroundtable.org>

Ook het bedrijfsleven in VS lijkt om. Het gaat niet langer meer om de winsten op korte termijn, maar om waardecreatie op lange termijn.

Een tweede argument om aandeelhouderswaarde centraal te stellen, is het idee dat aandeelhouders in principe bij het krijgen van een vergoeding achteraan in de rij staan. Er kan pas dividend worden uitgekeerd als er winst wordt gemaakt. Dat wil zeggen dat eerst de leveranciers, het personeel en de overige vermogensverschaffers moeten worden betaald voordat de aandeelhouders aan de beurt zijn. Dit betekent dat je pas de aandeelhouders tevreden kunt laten zijn als ook de andere stakeholders tevreden zijn. In de financieringsliteratuur is het gebruikelijk om bij de beschrijving van resultaten op markten of het nemen van beslissingen de stockholderbenadering (oftewel bedrijven streven naar aandeelhouderswaarde) als uitgangspunt te nemen. Ook in dit boek wordt impliciet het streven naar aandeelhouderswaarde als uitgangspunt genomen.

Het beroemdste model dat het creëren van aandeelhouderswaarde als uitgangspunt heeft genomen, is het model van A. Rappaport uit 1986. Volgens Rappaport moet een onderneming streven naar het behalen van aandeelhouderswaarde. In zijn concept gaat hij uit van het idee dat het management bij het streven naar het creëren van waarde op drie terreinen wezenlijke beslissingen moet nemen. Deze drie terreinen zijn:

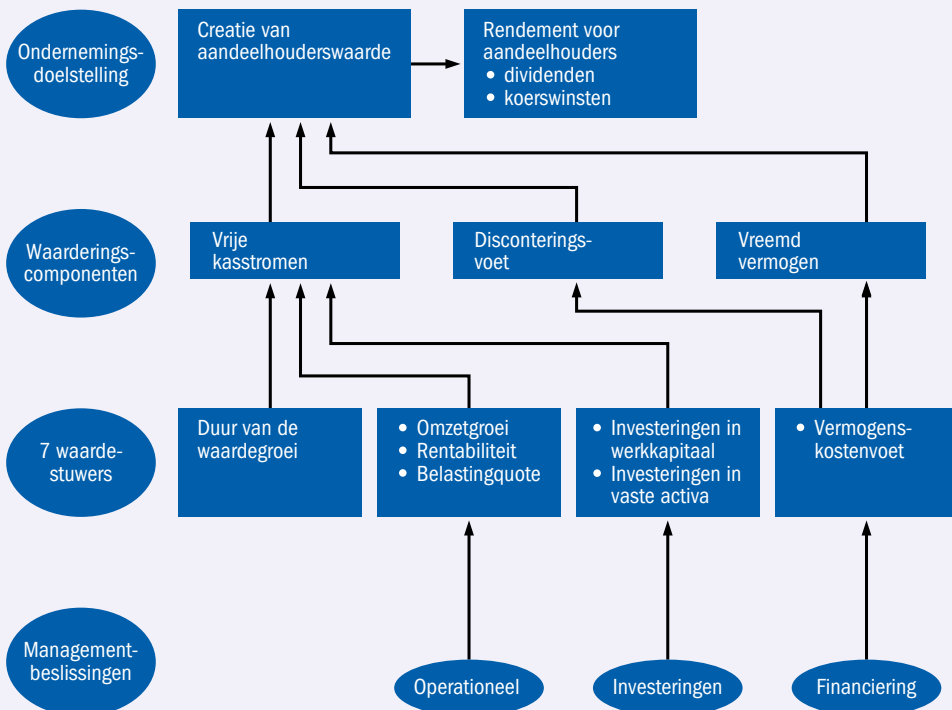
- de markt waarin men wil opereren (Operationeel)
- de wijze waarop men de markt wil bedienen (Investerings)
- de financieringsstructuur (Financiering)

De markt waarop het bedrijf werkzaam is, bepaalt voor een groot gedeelte de omzet en daarmee de huidige en de toekomstige cashflow en is daarmee een belangrijke indicatie voor de verwachte kasstromen, en als gevolg daarvan voor de waarde van een bedrijf (en daarmee de waarde van een aandeel).

De tweede component is de wijze waarop men de markt wil bedienen. Een productiebedrijf als ASML bijvoorbeeld heeft ervoor gekozen om veel gebruik te maken van toeleveranciers bij de productie van de machines. Dat betekent dat ASML relatief weinig hoeft te investeren in vaste activa om de producten zelf te maken. Het gevolg is dat als de afzet wat minder wordt, men dan ook minder producten hoeft in te kopen, waardoor het bedrijf gemakkelijker op de golven van de conjunctuur kan meevaren. Bedrijven die veel moeten investeren in vaste activa om te kunnen produceren lopen veel meer risico en dan wordt het moeilijker om waarde te creëren. De keuze voor een bepaald investeringsbeleid (hoeveel geld en waar investeren we in vaste activa) is bepalend voor de mate waarin een bedrijf waarde kan creëren. De wijze waarop de organisatie wordt gefinancierd is volgens Rappaport de derde belangrijke beslissing. Zolang een rentebetaling fiscaal aftrekbaar is en een dividenduitkering niet, is het aantrekkelijk om een gedeelte van de onderneming met vreemd vermogen te financieren. De mate waarin gebruikgemaakt wordt van vreemd vermogen heet de vermogensstructuur. De vermogensstructuur is op haar beurt bepalend voor de hoogte van de disconteringsvoet, die weer bepalend is voor de waarde van het bedrijf. Daarmee is de cirkel rond.

Het model van Rappaport geeft aan dat de markt en het investeringsbeleid invloed hebben op de verwachte kasstromen. De vermogensstructuur heeft invloed op de disconteringsvoet en dat is het percentage waarmee de verwachte kasstromen in de berekening van de waarde contant worden gemaakt.

FIGUUR 1.18 Het model Rappaport; streven naar aandeelhouderswaarde



Het model van Rappaport laat tevens zien aan welke knoppen (de waardebestuwers) het bestuur van een onderneming kan draaien om te komen tot waardecreatie. Waardebestuwers zijn factoren die de onderneming kan beïnvloeden om waarde te genereren. Rappaport onderscheidt de volgende waardebestuwers:

- de lengte van de planperiode (de periode dat een investering geld blijft opleveren)
- de groeivoet van de omzet
- de brutowinstmarge van de omzet
- het (effectieve) belastingtarief over de winst
- de toeneming in het geïnduceerd werkkapitaal
- de toeneming (netto-uitbreidingsinvesteringen) van de boekwaarde
- de vermogenskostenvoet.

In de financieringsliteratuur wordt regelmatig verwezen naar het begrip waardebestuwer. Om waarde te kunnen creëren moeten bedrijven op zoek gaan naar hun eigen specifieke waardebestuwers en die zo goed mogelijk beïnvloeden door maatregelen te nemen.

# Definities en begrippen (zie voor het kasstroomoverzicht het formuleblad)

1

<b>Autonoom vermogen</b>	Autonoom vermogen is het vermogen dat op basis van lening- of eigen vermogen-overeenkomsten aan de onderneming ter beschikking is gesteld.
<b>Balans</b>	Een schematisch overzicht van bezittingen en de wijze waarop deze bezittingen in de vorm van schulden en eigen vermogen zijn gefinancierd.
<b>Ebit</b>	Bedrijfsresultaat, zijnde het verschil tussen opbrengsten en bedrijfskosten (exclusief rente).
<b>Ebitda</b>	Bedrijfsresultaat voor belastingen, rente en afschrijvingen.
<b>Eigen vermogen (Equity)</b>	Eigen vermogen is vermogen dat voor onbepaalde tijd aan de onderneming voor de financiering van activa (en de daarmee verbonden activiteiten) ter beschikking is gesteld.
<b>Geïnduceerd vermogen</b>	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.
<b>Immateriële vaste activa (Intangible Assets)</b>	Immateriële activa bestaan uit 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.
<b>Materiële vaste activa</b>	Materiële vaste activa zijn bezittingen die langer dan één productieproces meegaan en die je kunt zien en vastpakken.
<b>Treasury management</b>	Het creëren en in stand houden van financiële randvoorwaarden voor de ontwikkeling van het kernbedrijf van ondernemingen en doelstellingen.
<b>Vaste activa (Non-Current Assets)</b>	Vaste activa zijn de bezittingen van een organisatie die langer dan één productieproces meegaan.

---

**Vlottende activa (Current Assets)**

Vlottende activa zijn alle bezittingen die binnen één jaar of één productieproces worden verbruikt en binnen het jaar van de balans verdwijnen.

---

**Vreemd vermogen (Liabilities)**

Vreemd vermogen bestaat uit vermogen dat tijdelijk door vermogensverschaffers aan de onderneming is verstrekt.

---