

Financieel management en financiering

Waardering, financiering
en risicobeheersing



Noordhoff Uitgevers

drs. P.A.M. de Keijzer, drs. J.E. Renaud

2^e druk

Financieel management en financiering

Waardering, financiering en
risicobeheer

P. de Keijzer

J. Renaud

Tweede druk

Noordhoff Uitgevers Groningen / Houten

Ontwerp omslag: G2K Designers Groningen / Amsterdam

Omslagillustratie: Stocksy-Milena Milani

Eventuele op- en aanmerkingen over deze of andere uitgaven kunt u richten aan:
Noordhoff Uitgevers bv, Afdeling Hoger Onderwijs, Antwoordnummer 13, 9700 VB
Groningen, e-mail: info@noordhoff.nl



0 / 17

© 2017 Noordhoff Uitgevers bv Groningen / Houten, The Netherlands.

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever. Voor zover het maken van reprografische verveelvoudigingen uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h Auteurswet 1912 dient men de daarvoor verschuldigde vergoedingen te voldoen aan Stichting Reprorecht (postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.reprorecht.nl).

Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) kan men zich wenden tot Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten Organisatie, postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.stichting-pro.nl).

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without the prior written permission of the publisher.

ISBN (ebook) 978-90-01-86717-1

ISBN 978-90-01-86716-4

NUR 782

Voorwoord

Voor u ligt de geheel nieuwe druk van het boek dat het brede terrein van het waarderen, het financieren en het beheer van risico van grote investeringsprojecten en strategische bedrijfsbeslissingen bestrijkt. De oorspronkelijke titel *Investerings- en projectanalyse: waardering, financiering en risicobeheer* vonden we onvoldoende recht doen aan het vakgebied. Vandaar dat we gekozen hebben voor de nieuwe titel: *Financieel management en financiering*. Het boek is met name geschreven voor hbo-studenten Accountancy en Bedrijfseconomie en bevat de lesstof zoals beschreven in de herziene CEA-eindtermen. Het boek kent ten opzichte van de vorige druk veel aanpassingen. Wij denken dan ook dat deze druk niet zonder meer naast de eerste druk is te gebruiken. Naast het boek is de website www.financieelmanagement.noordhoff.nl gemaakt, waar u de uitwerkingen van de voorbeelden uit het boek in Excel, opgaven, samenvattingen en voor docenten voorbeelden van presentaties en de uitwerkingen kunt vinden. Het gebruik van het boek in combinatie met de website geeft een goede voorbereiding op de boeiende wereld van het gebruik van het geld.

Aanleiding om dit boek op de markt te brengen is dat bij veel hbo-opleidingen de leerstof verspreid wordt behandeld over verschillende cursussen of modules, elk vaak met hun eigen leerboek. Dit maakt het voor de student niet eenvoudig om de samenhang in de onderwerpen van verschillende modules over financieel management, waarderen, financieren en risicobeheer te doorgronden.

Grote investeringsprojecten zijn heden ten dage complexer, internationaler, vertonen sterk wisselende risicoprofielen en er zijn meer partijen bij betrokken. 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 valutarisicobeheer en financiële markten.

De financiële wereld verbaast iedere keer weer door haar innovatieve vermogen. 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 risicobeheersingsin-

strumenten, 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, 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 innovaties kunnen zij hun mkb-werkgever verrassen met voorstellen die meer waarde toevoegen aan het financiële beleid van de onderneming in het licht van hedendaagse ontwikkelingen.

In de eerste druk is een aantal onderwerpen, zoals bijvoorbeeld een formuleblad, de financiële overzichten en dividendpolitiek, niet opgenomen. Deze onderwerpen hebben nu een plaats gekregen in het boek. Daarnaast hebben we een aantal onvolkomenheden geconstateerd. Zo bleek dat de rekenvoorbeelden in het boek onjuistheden bevatten. Als oplossing hebben we alle uitwerkingen van de voorbeelden in Excel uitgewerkt en zijn deze uitwerkingen te vinden op de bij het boek behorende website www.financieelmanagement.noordhoff.nl. Wij denken hiermee de onvolkomenheden te hebben getackeld, maar het schrijven van een boek blijft mensenwerk waarbij een verschrijving of verrekening heel snel is gemaakt, vandaar dat we M.P. Brouwers en T. Mooibroek gevraagd hebben het manuscript minutieus door te lezen. Wij willen Rien en Tilko hierbij bedanken voor hun opmerkingen en aanbevelingen. Ze zijn verwerkt in het boek. Uiteraard zijn en blijven wij verantwoordelijk voor het eindresultaat.

In deze druk hebben we ervoor gekozen om de bijbehorende relevante opgaven niet in het boek op te nemen, maar op de eerdergenoemde website www.financieelmanagement.noordhoff.nl te plaatsen. Deze manier van werken geeft flexibiliteit. We kunnen nieuwe opgaven snel toevoegen. Ook de antwoorden van de opgaven zijn voor docenten in de vorm van Excelbestanden beschikbaar. We denken dat op deze wijze de manier van denken en de totstandkoming van de antwoorden transparanter is dan bij alleen maar antwoorden op papier. Op de website vindt u ook zeer uitgebreide presentaties per hoofdstuk. We raden u aan deze presentaties niet een-op-een over te nemen, maar alleen die sheets te kiezen die u op dat moment kunt gebruiken.

Op de site is ook het formuleblad, dat in het boek is opgenomen, in een Wordbestand te vinden. Soms bent u als docent van mening dat een student de formule moet kennen, soms wilt u de student tijdens een toets helpen door formules te geven. Door het formuleblad in een Wordbestand via de site ter beschikking te stellen, willen we u in de gelegenheid stellen zelf eenvoudig een op uw programma afgestemd formuleblad te maken.

Wij wensen de student, maar ook de docent, veel leesplezier.

Piet de Keijzer, Roosendaal
Jan Renaud, Utrecht
1 maart 2016

Inhoudsopgave

Inleiding 11

1 Treasury management en de financiële functie 17

- 1.1 De financiële functie 19
- 1.2 Treasury management 21
- 1.3 Financiële overzichten 27
 - 1.3.1 Inleiding, balansopstelling en structuur van de balans 27
 - 1.3.2 Balans 29
 - 1.3.3 De winst-en-verliesrekening (resultatenrekening, income statement) 36
 - 1.3.4 Het kasstroomoverzicht 38
- 1.4 Uitgangspunten van het vak financiering en waarden op basis van kasstromen 49
 - Definities en begrippen
 - (zie voor het kasstroomoverzicht het formuleblad) 57

2 Investeringsselectie 59

- 2.1 Besluitvorming 61
- 2.2 Investeringsanalyse 62
- 2.3 Investeringsmotieven en vormen van investeringen 64
- 2.4 Investeringsselectiemethoden 68
- 2.5 Netto contante-waardemethode 69
- 2.6 Interne rentabiliteit 90
- 2.7 Beoordelingscriteria bij meerdere projecten tegelijkertijd 94
- 2.8 Inflatie en investeringsselectie 103
- 2.9 Overige selectiemethoden 103
- 2.10 Valkuilen bij het nemen van beslissingen 107
 - Definities en begrippen
 - (zie voor berekeningen en formules het formuleblad) 110

3 Investeringsselectie onder onzekerheid 113

- 3.1 Onzekerheid en risico 116
- 3.2 Besluitvorming onder onoplosbare onzekerheid 119
- 3.3 Besluitvorming onder onzekerheid met gegeven kansen 124
- 3.4 Besluitvorming met behulp van beslisbomen 132
- 3.5 Reële opties 136
 - Definities en begrippen
 - (zie voor berekeningen en formules het formuleblad) 141

- 4 Werkkapitaalbeheer en Cashmanagement 143**
 - 4.1 De cash conversion cycle 145
 - 4.2 Werkkapitaalbeheer 147
 - 4.3 De beheersing van het werkkapitaal 149
 - 4.4 Het voorraadbeheer 153
 - 4.4.1 De noodzaak van voorraden 153
 - 4.4.2 Bestelsystemen 157
 - 4.4.3 De optimale bestelhoeveelheid 162
 - 4.4.4 De beheersing van de voorraden 167
 - 4.5 Debiteurenbeleid 169
 - 4.6 Debiteurenbeheer 182
 - 4.7 Factoring 186
 - 4.8 Crediteurenbeheer 191
 - 4.9 Cashmanagement 193
 - 4.9.1 De onderdelen van cashmanagement 193
 - 4.9.2 Saldobeheer 194
 - 4.9.3 Geldstroombeheer 202
 - 4.9.4 Liquiditeitsbeheer 205
 - Definities en begrippen
(zie voor berekeningen en formules het formuleblad) 211

- 5 Bankkrediet en het kredietrisico 217**
 - 5.1 Financieel risicomanagement 219
 - 5.2 Investor relations 220
 - 5.3 Kredietrisico 222
 - 5.4 Basel II/III 224
 - 5.5 Financiële analyse ten behoeve van een kredietbeoordeling 232
 - 5.6 Z-score van Altman 252
 - 5.7 Zekerheden 254
 - 5.8 Bankvoorwaarden en offerte 257
 - Definities en begrippen
(zie voor berekeningen en definities het formuleblad) 258

- 6 Producten en ontwikkelingen op financiële markten 261**
 - 6.1 De financiële markt 264
 - 6.2 Kenmerken van producten aangeboden op financiële markten 272
 - 6.2.1 Financiële producten op officiële markten 272
 - 6.2.2 Producten aangeboden op onderhandse markten 275
 - 6.2.3 Partijen op de financiële markten 277
 - 6.3 Ontwikkelingen op de geld- en kapitaalmarkt 284
 - Definities en begrippen
(zie voor berekeningen en formules het formuleblad) 290

- 7 Eigen Vermogen 293**
- 7.1 Institutionele kenmerken van het eigen vermogen 295
 - 7.1.1 Kenmerken van eigen vermogen 295
 - 7.1.2 Categorieën van aandelen 298
 - 7.1.3 Beschermingsconstructies 302
 - 7.2 De aandelenemissie 305
 - 7.3 Winstuitkering aan aandeelhouders 309
 - 7.4 De prijs van een aandeel 314
 - 7.5 Kengetallen en financiële criteria van beleggers en investeerders 320
 - 7.5.1 Fundamentele analyse 321
 - 7.5.2 Technische analyse 323
 - 7.6 Aandelenemissie 325
 - 7.6.1 Inleiding 325
 - 7.6.2 Bepalen van de emissieprijs 326
Definities en begrippen (zie voor de definities en de berekeningswijzen van de kengetallen het formuleblad) 335
- 8 Vreemd vermogen 339**
- 8.1 Kenmerken en verschijningsvormen van vreemd vermogen 341
 - 8.2 Obligatielening 344
 - 8.2.1 Kenmerken van de obligatielening 344
 - 8.2.2 Waardering van de obligatielening 348
 - 8.2.3 De bepaling van het effectieve rendement (de yield) van een lening/obligatie en de yieldcurve 352
 - 8.2.4 Converteerbare obligatielening 361
 - 8.3 De onderhandse lening 370
 - 8.4 Objectfinanciering 371
 - 8.4.1 Inleiding 371
 - 8.4.2 Hypothecaire lening 372
 - 8.4.3 Leasing 372
 - 8.4.4 Werkkapitaalfinanciering 375
Definities en begrippen (zie voor berekeningen en formules het formuleblad) 378
- 9 Kostenvoet van het eigen vermogen 383**
- 9.1 Inleiding 388
 - 9.2 De moderne portefeulletheorie 389
 - 9.2.1 De bepaling van het verwachte rendement 389
 - 9.2.2 De bepaling van het verwachte risico 393
 - 9.2.3 Het principe van het combineren van aandelen in een portefeulle 395
 - 9.2.4 De efficiënte grenslijn 403
 - 9.2.5 De kapitaalmarktlijn 408

- 9.3 Capital Asset Pricing Model 416
- 9.3.1 De portefeuillegevoeligheid voor marktrisico wordt gemeten met de bèta 416
- 9.3.2 CAPM 417
- 9.3.3 Berekeningen met bèta 421
- 9.4 De Efficiënte Markthypothese 423
- 9.5 De beperkingen van CAPM 429
- 9.5.1 Arbitrage Pricing Theory 429
- 9.5.2 Fama & French 429
- 9.6 Small-firm effect 430
- 9.7 De build-up methode 433
- Definities en begrippen (zie voor berekeningen en formules het formuleblad) 436

10 Vermogensstructuur en vermogenskosten 439

- 10.1 Overzicht van theorieën en veronderstellingen 441
- 10.2 Modigliani & Miller 1958 444
- 10.3 De rol van belastingen, M&M aangepast 451
- 10.4 De rol van het insolventierisico, de trade-off theorie 458
- 10.5 Bepaling van de vermogensstructuur in de praktijk 461
- 10.5.1 Pecking Order Theorie 461
- 10.5.2 Financiering en de levenscyclus van de onderneming 464
- 10.6 M&M toegepast in het kader van het dividendbeleid 468
- 10.6.1 Het dividendvraagstuk in een perfecte wereld 468
- 10.6.2 De invloed van marktimperfecties op de conclusie van het optimale dividendbeleid 472
- Definities en begrippen (zie voor de berekeningen en formules het formuleblad) 481

11 Ontwikkeling van theorieën en externe ontwikkelingen in het gebruik van financiële markten 485

- 11.1 Hedendaagse ontwikkelingen in financieringsland 486
- 11.2 De onderneming als spil in een netwerk van economische relaties 488
- 11.3 Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen 489
- 11.3.1 Sociaal ondernemingsbeleid 490
- 11.3.2 Milieubeleid 490
- 11.3.3 Maatschappelijke betrokkenheid 491
- 11.3.4 Ethische gedragscodes 491
- 11.4 Maatschappelijk verantwoord financieren 492
- 11.5 Corporate governance 493
- 11.6 Corporate accountability 498
- 11.7 Agencyvraagstukken binnen grote ondernemingen 499
- 11.8 Behavioural finance 501
- 11.9 Grenzen aan arbitrage en behavioural finance 507
- Definities en begrippen 510

- 12 Opties en optiewaardering: theorie en praktijk 513**
- 12.1 Een korte geschiedenis van opties 514
 - 12.2 Institutionele kenmerken van opties 516
 - 12.3 De georganiseerde optiehandel 517
 - 12.4 Van individuele opties naar optieportefeuilles 518
 - 12.5 De waardebepaling van opties 519
 - 12.5.1 Optiewaarde op de vervaldatum 519
 - 12.5.2 Boven- en ondergrens van de call-optie vóór vervaldatum 528
 - 12.5.3 Prijsontwikkeling volgens een binomiaal model 535
 - 12.5.4 Black & Scholes-optiewaarderingsformule (B&S) 538
 - 12.6 Waarderen van opties ten behoeve van balansverwerking 539
 - Definities en begrippen
(zie voor berekeningen en formules het formuleblad) 540
- 13 Renterisicobeheer 543**
- 13.1 Renterisico 546
 - 13.2 Methoden om de omvang van het renterisico in kaart te brengen 547
 - 13.2.1 Gap-analyse 547
 - 13.2.2 Durationanalyse 549
 - 13.2.3 Value at Risk (VaR) 556
 - 13.3 Instrumenten ter beheersing van het renterisico 558
 - 13.3.1 Geldmarkttechniek 561
 - 13.3.2 Forward Rate Agreement (FRA) 563
 - 13.3.3 Interest Rate Swap (IRS) 568
 - 13.3.4 Rentefuture 579
 - 13.3.5 Renteoptie 584
 - 13.4 Creëert risicobeheer waarde? 590
 - Definities en begrippen
(zie voor berekeningen en formules het formuleblad) 592
- 14 Valutarisicobeheer 595**
- 14.1 De valutamarkt 597
 - 14.2 Koersnotering en werkwijze van banken 598
 - 14.3 Wisselkoerssystemen en prijsvorming 600
 - 14.4 Lenen in uiteenlopende valuta en looptijden 607
 - 14.5 Vormen van valutarisico 608
 - 14.6 Organisatie van het valutarisicobeheer 610
 - 14.7 Instrumenten ter beheersing van valutarisico's 614
 - 14.7.1 Geld- en kapitaalmarkttechniek 615
 - 14.7.2 Termijncontract 617
 - 14.7.3 Valutaswap 620
 - 14.7.4 Valutaoptie 623
 - 14.7.5 Het gebruik van valutaopties 626
 - 14.7.6 Combinatie van opties 630
 - Definities en begrippen 634

15	Bedrijfswaardering en bedrijfsovername	637
15.1	Inleiding	639
15.2	Motieven voor samenwerking dan wel een bedrijfsovername	643
15.2.1	Synergie	643
15.2.2	Overige motieven	645
15.3	Het bedrijfsovernameproces	646
15.4	Methoden van bedrijfswaardering	650
15.4.1	Inleiding	650
15.4.2	De methode van de intrinsieke waarde	650
15.4.3	Ratio-analyse (multiple analysis)	654
15.4.4	De methode van de rentabiliteitswaarde	655
15.4.5	De methode van de verbeterde rentabiliteitswaarde	660
15.4.6	De discounted cashflow-methode (DCF, tweestapsmethode)	663
15.4.7	De aangepaste contante-waardemethode (Adjusted Present Value)	671
15.5	Overige elementen die bij bedrijfsovername in het mkb van belang zijn	674
	Definities en begrippen hoofdstuk 15 (zie voor methoden van berekeningen en formules het formuleblad)	678
16	Value based management	681
16.1	Waardecreatie	683
16.2	Het meten van waardecreatie	689
	Definities en begrippen	697
	Formuleblad Investerings- en Projectanalyse	698
	Illustratieverantwoording	709
	Register	710

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));
- investerings- en waarderingsvraagstukken;
- werkkapitaalbeheer (analyse en instrumenten);
- beoordelingskaders vanuit het perspectief van de vermogensverschaffer en het risicobeheer

om ten slotte als een veelomvattende case, waarbij de besproken theorieën en technieken nodig zijn, te komen tot de waardering van een bedrijf in het kader van een bedrijfsovername.

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. In het boek is ook aandacht voor nieuwe partijen op financiële markten en worden nieuwe producten en werkwijzen benoemd en toegelicht.

Bij de opbouw van het boek hebben we gekozen voor een min of meer traditionele aanpak, te weten:

- 1 Inleiding en financiële overzichten (hoofdstuk 1). We starten met de bespreking van de rol van het vakgebied in de dagelijkse praktijk, bezien door de bril van de treasurer. In dit deel worden ook de belangrijkste uitgangspunten van het vakgebied genoemd, met het idee om studenten steeds naar deze basisprincipes te kunnen verwijzen. Voor een goed financieel beheer zijn de financiële overzichten onontbeerlijk, met name het kasstroomoverzicht.
- 2 De investeringsanalyse (hoofdstuk 2 met zekerheid en hoofdstuk 3 met onzekerheid). In deze hoofdstukken gaan we uitgebreid in op de investeringsanalyse. We willen de studenten vooral leren hoe de kasstromen op te stellen en hoe ze te beoordelen. We zijn zo eigenwijs te verklaren dat alleen de discounted cashflow-methode (netto contante-waardemethode) de juiste methode is om de investeringsanalyse te beoordelen. Dit betekent dat we wel al de formules van de vermogenskostenvoet in de vorm van een toelichtende tekst bespreken, omdat we graag een compleet beeld geven. De berekening van de vermogenskostenvoet zelf komt later aan bod. Overige methoden als IRR, terugverdienperiode en de gemiddelde boekhoudkundige rentabiliteit worden wel besproken, maar pas aan het einde van het hoofdstuk om de aandacht van de enige juiste methode niet af te leiden. Uiteraard weten we dat de overige methoden in de praktijk veelvuldig worden gebruikt, maar dat wil niet zeggen dat het juis-

te methoden zijn. In hoofdstuk 3 beschrijven we de rol en invloed van onzekerheid op de beslissing en worden alternatieve beslissingsmethoden beschreven.

- 3 De hoofdstukken 4 en 5 staan in het teken van de dagelijkse praktijk van de treasurer, cashmanager en creditmanager. Alle aspecten van het werkkapitaal (de vlottende activa en passiva) voor zover er een relatie is met het vakgebied worden hier besproken. Voorraadbeheer komt meer uitgebreid aan bod ten opzichte van de eerste druk. De overige elementen van werkkapitaalbeheer worden op dezelfde uitgebreide manier besproken. Met name creditmanagement, dat steeds meer een cruciale rol in bedrijven krijgt, komt uitgebreid aan bod. We hebben ervoor gekozen om de kredietverlening door het bankwezen als onderdeel van financieel management te beschouwen. Door de kredietverlening als kapstok te gebruiken word je door de bedrijfsanalyse (kengetallen) en financiële planning (bepalen van de kredietbehoefte) geleid.
- 4 In de hoofdstukken 6 tot en met 8 worden studenten ingevoerd in de kenmerken van producten die op financiële markten worden aangeboden. Hoofdstuk 6 geeft een algemeen beeld, hoofdstuk 7 en 8 bespreken uitgebreid de kenmerken van eigen en vreemd vermogen.
- 5 De hoofdstukken 9 tot en met 11 zijn conceptuele hoofdstukken die ingaan op de bepaling van de hoogte van de kostenvoet van het eigen vermogen en de optimale vermogensstructuur. In hoofdstuk 11 worden de nieuwste inzichten in de werking van financiële markten beschreven.
- 6 De hoofdstukken 12 tot en met 14 gaan in op de methoden en technieken van rente- en valutarisicobeheer. De meest gebruikte instrumenten met de bekende voor- en nadelen komen hier aan bod, nadat eerst het product optie in meer algemene zin is beschreven.
- 7 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. In aanvulling op hoofdstuk 2 wordt nu wel de vermogenskostenvoet berekend en niet meer als gegeven beschouwd.

Zoals hierboven beschreven bestaat het boek uit zeven 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. Anderzijds wil je het voor studenten behapbaar houden. We hebben daarom 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, die we zo veel mogelijk actueel willen 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 Wordbestand op de site.

Bij het schrijven van het boek hebben we vooral moeten schrappen. 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

Bij het schrijven van het boek zien we, als rode draad binnen het vakgebied, waarde als de contante waarde van de verwachte kasstromen. Bijvoorbeeld in formulevorm voor de berekening van de marktwaarde van een bedrijf:

$$\sum_{t=0}^{\infty} \frac{\text{Verwachte vrije kasstromen}_t}{(1 + \text{vermogenskostenvoet})^t}$$

Uitgaande van deze kernformule komen we tot de volgende 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, bij de bespreking van de kengetallen, dat de vermogenskostenvoet (RTV (gerealiseerde 'kostenvoet') en wacc (gewenste kostenvoet)) gelijk is aan het gewogen gemiddelde van de kostenvoet van het eigen vermogen (REV gerealiseerd, r_{ev} geëist rendement van de eigenvermogensverschaffer) en het vreemde vermogen (RVV (betaalde rentepercentage), r_{vv} voor het bedrijf voor risico gecorrigeerde marktrente).

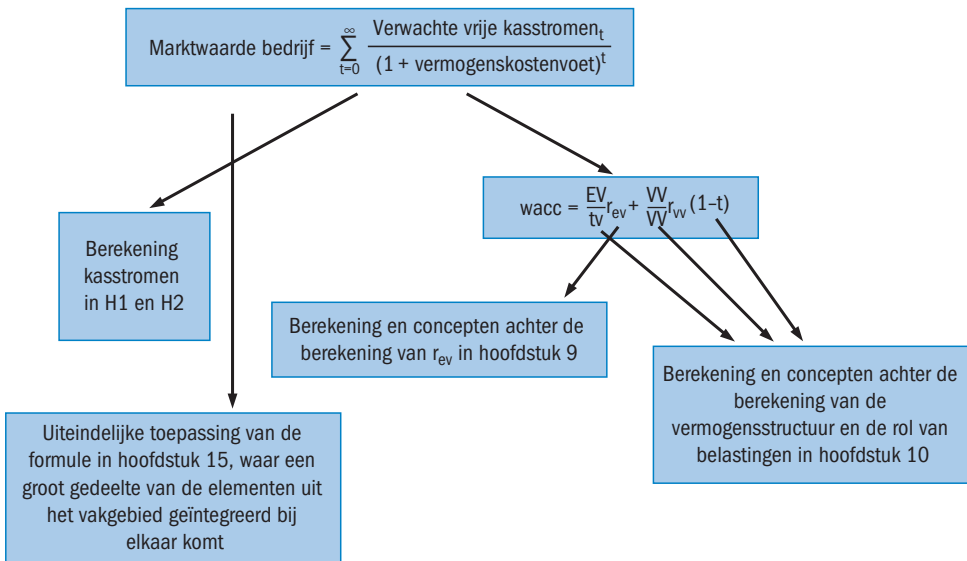
b De formule van de vermogenskostenvoet als geëist rendement wordt:

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

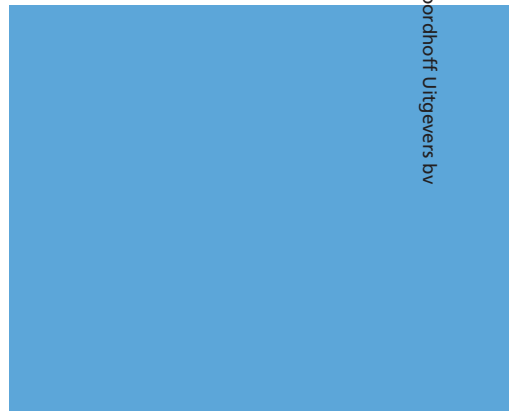
Om de hoogte van de wacc te kunnen berekenen is het nodig om inzicht te hebben in de berekening van de hoogte van de r_{ev} en r_{vv} . In de hoofdstukken 7 en 8 maar vooral in hoofdstuk 9 wordt uitgebreid ingegaan op de berekening van de twee kostenvoeten. Deze hoofdstukken zijn inleidingen op het uiteindelijke 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 waarden er als volgt uit:



Als voorbereiding op het idee van waardering wordt in hoofdstuk 7 de formule gebruikt om aandelen te waarderen. De 'verwachte vrije kasstroom' is in dat geval het verwachte dividend en de disconteringsvoet is r_{ev} . In hoofdstuk 8 dezelfde formule, maar nu voor de berekening van de marktwaarde van een lening. De 'verwachte vrije kasstroom' is in dat geval de rentebetaling en de aflossing en de disconteringsvoet is de relevante marktrente.



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.

De Vereniging voor Register Controllers (VCR) nuanceert dit idee. In haar in september 2014 gepubliceerd ‘Visiedocument over het beroep van Financieel Professional’ stelt de vereniging: ‘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 zijn: financieel directeur, chief financial officer, controller, manager finance & control, management accountant, business analist of manager op het gebied van governance, risk & compliance.’

De vraag die bovenstaande uitspraken 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 bovenstaande 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.

Treasury en cash management worden in bovenstaand 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 de drie constateringën naast elkaar zet, dan zie je dat er blijkbaar 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.

General accounting

accounting systems and financial reporting
accounting policy
consolidations
compliance reporting

Management and cost accounting

cost accounting systems
project accounting
customer and product profitability
cost accounting systems

Business planning

short-term budgeting process
capital budgeting
long-term strategic planning

Business analysis and decision making

internal consulting
financial and economic analyses
transfer pricing
mergers, acquisitions and divestments
computer systems and operations

Control

internal auditing
quality systems and control
resource management
(fixed assets, inventory, etc.)

Treasury and cash management

external financing
risk management
investments of funds
credit and collection

Business taxation

tax compliance
tax planning and strategy

Organizational change and development

process improvement
educating improvement

Administration

managing the accounting / finance
functionhuman resources for the
accounting / finance function

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. De intrede van IT maakte het mogelijk om dagelijkse transacties steeds efficiënter uit te voeren. Uit onderzoek naar de rol en ontwikkeling van de taken en activiteiten van administrateurs en controllers blijkt dat het aandeel van transactieverwerking en rapportering (operationeel niveau) in de toekomst door *automatisering* en *outsourcing* sterk afneemt. De onderdelen *meten, analyseren* en *beheersen van risico's* (tactisch niveau) en business partnering (strategisch niveau) als onderdeel 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. 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 carrièrepatroon doorgemaakt 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 naar 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

Betrouwbare informatie

Controller

Financial controller

Managerial controller

Business controller

financiële gegevens, maar hij houdt zich ook bezig met het zodanig bewerken van gegevens, dat financiële analyses gemaakt kunnen worden. De controller wordt 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 ze in kaart te brengen en maatregelen te bedenken en in te voeren om deze risico's te beperken. Een voorbeeld hiervan is het zodanig inrichten van processen dat er functiescheiding ontstaat. Bovengenoemde voorbeelden hebben vooral betrekking op operationeel en tactisch niveau. Op strategisch niveau houdt de controller zich bezig met het leveren van bijdragen aan de ontwikkeling van businesscases op basis waarvan beslissingen genomen kunnen worden.

In 2014 heeft de Vereniging voor Register Controllers (VCR) het 'Visiedocument over het beroep van Financieel Professional' (bron: www.vcr.nl) gepubliceerd. In dit document heeft de vereniging in de vorm van een tabel vier kerngebieden voor de controller als uitvoerder van de financiële functie en rollen aangegeven.

FIGUUR 1.1 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
Adviserend/ Beslissings- ondersteunend	Strategisch niveau <ul style="list-style-type: none"> • portfolio, overname en (des)investeringsbeslissingen • prijs-, markt- en klantstrategie 	Tactisch niveau <ul style="list-style-type: none"> • kapitaalinvesteringen • werkkapitaal management • verhogen effectiviteit en efficiency organisatie 	<ul style="list-style-type: none"> • benodigde (niet) financiële informatie voor het management 	<ul style="list-style-type: none"> • governance • risicomanagement en regelgeving
Primair financieel administratief proces	<ul style="list-style-type: none"> • financierings- en belastingstrategie • analyses en scenario's 	<ul style="list-style-type: none"> • effectief management control systeem zoals begroting, forecasts • finance&treasury activiteiten • analyses en scenario's 	<ul style="list-style-type: none"> • verzorgen van interne en externe rapportages • effectiviteit en efficiency van de administratieve processen • analyses en scenario's 	<ul style="list-style-type: none"> • effectief intern beheersingsraamwerk • implementatie en toepassing juiste accounting en belastingwetgeving

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 met het verhogen van de effectiviteit en efficiency. Voorbeelden hiervan zijn steeds meer het *automatiseren van vastlegging van feiten* (ERP) en het uitbesteden van administratief werk, bijvoorbeeld outsourcing in de vorm van de oprichting van *shared service centra* al dan niet in India.

Automatiseren van vastlegging van feiten
Shared service centra

In het mkb worden alle genoemde activiteiten die behoren bij de financiële functie uitgevoerd door een klein aantal personen. De controller is daar de alleskunner en daar waar extra kennis nodig is maakt men gebruik van een externe accountant. Multinationals hebben een meer complexe organisatie, hebben volume en kunnen daardoor experts voor het vervullen van de taken in dienst nemen. Een voorbeeld is de treasurer.

1.2 Treasury management

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* (resultierend 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. De belangrijkste taak van de treasurer is (en daarmee is het begrip *treasury management* gedefinieerd):

Vermogens-
behoefte

Wijze van
financieren

Treasury
management

Het creëren en in stand houden van financiële randvoorwaarden voor de ontwikkeling van het kernbedrijf en de doelstellingen van ondernemingen.

Bovenstaande taak is concreet uitgewerkt in de volgende drie aandachtsgebieden:

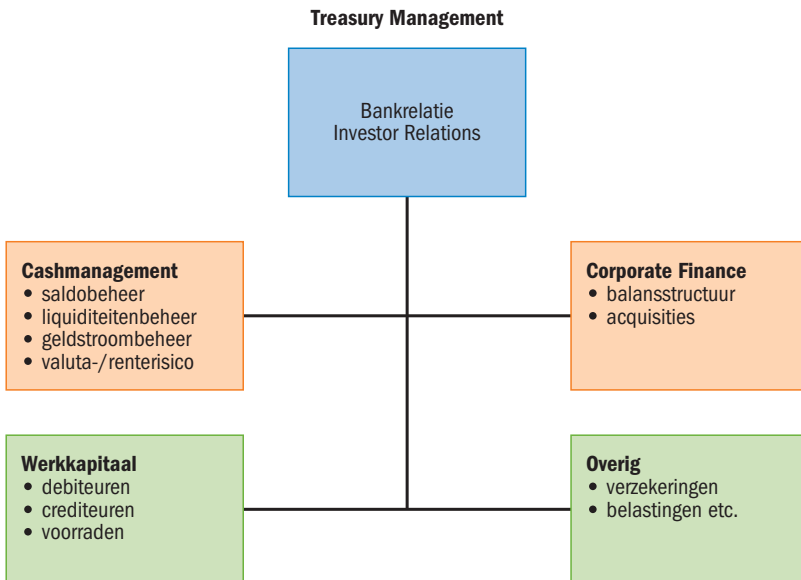
- Zorg dragen voor verkrijging en handhaving van toegang tot de vermogensmarkt (Investor Relations en Corporate Finance)
- Optimaliseren van de financiële logistiek (Cashmanagement)
- Beschermen van vermogen en resultaat tegen financiële risico's (Valuta- en Renterisicobeheer).

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. ABN-AMRO heeft in het verleden een schema opgesteld waarbij ze het werkkterrein van de treasurer heeft vastgelegd (zie figuur 1.2).

Extern gerichte
karakter



FIGUUR 1.2 Het werkterrein van de treasurer



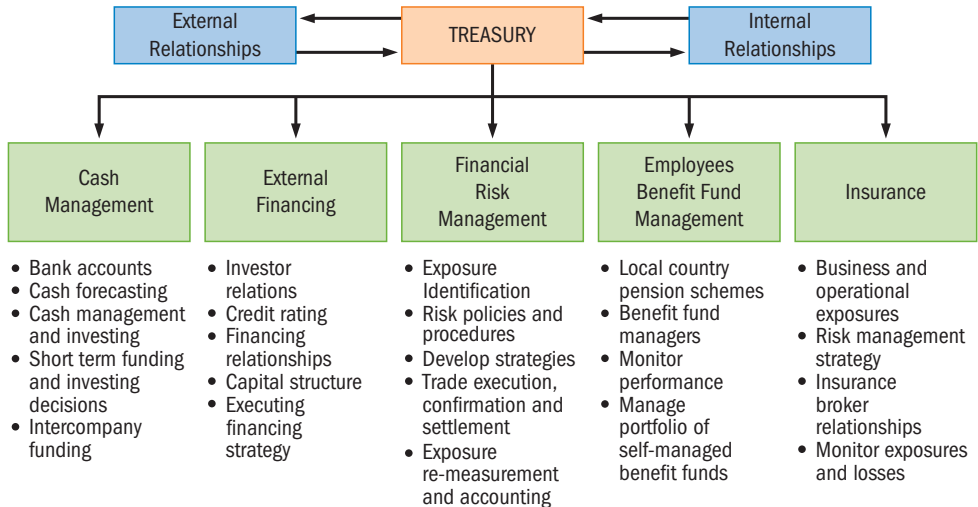
Bron: ABN-AMRO

Treasurer

Uit figuur 1.2 blijkt dat de *treasurer* verschillende taken uitvoert. Het gemeenschappelijk kenmerk is de omgang met geld (de geld- en kapitaalmarkt). In het schema worden taken genoemd (vaak operationeel vertaald) en minder management. Het vakgebied heeft zich ontwikkeld. De wereld is steeds complexer

geworden. Management heeft een grotere plaats gekregen. De ontwikkeling van het vakgebied is duidelijk te zien aan de hand van het schema waarmee Deloitte Capital Markets treasury management vormgeeft (zie figuur 1.3).

FIGUUR 1.3 Overzicht aandachtsgebieden treasury



Bron: Deloitte

In figuur 1.3 is te zien dat het werkterrein van de treasurer erg divers is. Zowel in figuur 1.2 als in figuur 1.3 nemen *cashmanagement* en corporate finance (external funding) een duidelijke plaats in. Op het terrein van het financieel risicobeheer is er een verschil te zien. In de visie van ABN-AMRO destijds bestond de beheersing van het financieel risico vooral uit de beheersing van het rente- en valutarisico. Het onderdeel kredietrisico (debiteurenrisico) was ondergebracht bij het werkkapitaalbeheer (credit management). Volgens Deloitte is dat nu anders geworden. *Financial Risk Management* (FRM) is een zelfstandige tak geworden. Uit figuur 1.3 is op te maken dat FRM bestaat uit:

- 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.

In bovenstaande omschrijving 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

Cash-management

Corporate finance

Financial Risk Management

Werkkapitaal-beheer

is dat een bedrijf met een relatief kleine hoeveelheid geld enorme posities kan innemen. Volgens de beginselen van Bestuurlijke Informatievoorziening en Interne Beheersing moet er altijd een verband zijn tussen geld- en goederenstromen. Treasurers hebben wel te maken met geldstromen, maar zelden met goederenstromen. Voor organisaties is het dan ook 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 regelmatig voorgekomen dat personen die op een treasuryafdeling werkten bedrijven in grote problemen brachten doordat de regels waaraan ze zich zouden moeten houden niet goed genoeg bleken te zijn of doordat de regels te gemakkelijk te omzeilen bleken. Een aansprekend voorbeeld is de miljardenfraude bij de Franse bank Société Générale. Een gouden regel is dan ook dat de treasurer in toom gehouden moet worden.

VOORBEELD 1.1

Miljardenfraude

Kerviel geeft 'verborgen' handel toe

PARIJS – De van fraude verdachte werknemer van de Franse bank Société Générale heeft toegegeven dat hij zijn handelsactiviteiten verborgen heeft gehouden voor zijn superieuren. Dat heeft een Franse aanklager maandag gezegd. De 31-jarige Jerome Kerviel deed zijn bekentenis tijdens ondervragingen door de politie.

Reputatie

Kerviel vertelde de politie verder dat het niet zijn bedoeling was geweest om de bank op te lichten of persoonlijk voordeel uit de handel te verkrijgen, maar dat hij een sterke reputatie als handelaar wilde opbouwen en grote bonussen wilde opstrijken. Zijn handelwijze zou de bank bijna 5 mld euro hebben gekost.

Voorlopige hechtenis

De aanklager heeft de rechter gevraagd de voorlopige hechtenis van Kerviel te verlengen. De inmiddels ontslagen handelaar wordt later op maandag voorgeleid. Kerviel gaf zich zaterdag zelf aan bij de politie. Het openbaar ministerie verdenkt hem van onder meer poging tot fraude, inbreken op computers en het schenden van vertrouwen.

Collega's

Volgens de aanklager heeft Kerviel verder gezegd dat ook andere handelaars de regels van de bank overtraden en grotere posities op de financiële markten innamen dan was toegestaan. Het onderzoek tot nu toe heeft overigens aangetoond dat Kerviel alleen handelde. Hij begon met zijn risicovolle activiteiten aan het einde van 2005, aldus de aanklager.

Waarschuwing

Eurex, een van de grootste financiële termijnmarkten ter wereld, heeft Société Générale in november vorig jaar gewaarschuwd voor de activiteiten van de handelaar. Een woordvoerder van de bank meldde dat toen Kerviel destijds werd geconfronteerd met bepaalde verdenkingen, hij valse documenten produceerde om zijn handelwijze te verdoezelen.

Zondebok

De advocaten van Kerviel zeiden maandag in een verklaring dat Société Générale een zondebok van hun cliënt heeft gemaakt. Hij zou de schuld krijgen van alle verliezen die de bank als gevolg van blootstelling aan de Amerikaanse hypotheekcrisis heeft geleden. Ook vinden de advocaten dat de bank de verliezen zelf over zich heen heeft geroepen door de posities die Kerviel had ingenomen te haastig en op een verkeerd moment te liquideren.

Bron: www.nu.nl, 28 januari 2008

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

In figuur 1.4 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.

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 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.

Doelstelling van treasury management

Risicominimalisatie

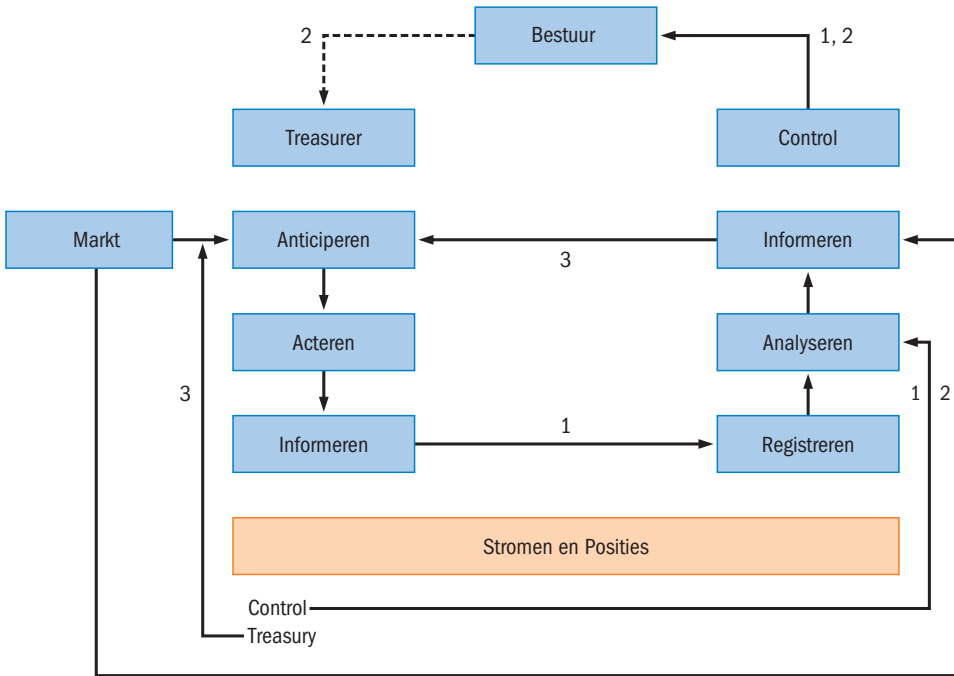
Winstkansen

Organisatie van de treasurywerkzaamheden

Treasurystatuut

Ethische code

FIGUUR 1.4 Beheersing van de treasurer



Legenda

- 1 verantwoordingsinformatie
- 2 besturingsinformatie
- 3 besluitvormingsinformatie

De onderwerpen in dit boek volgen in grote lijnen de indeling in werkzaamheden van de treasurer zoals weergegeven in figuur 1.2:

- 1 Corporate Finance (ook wel de lange kant van de balans genoemd)
 - de investeringbeslissing
 - beschrijving van de vermogensvormen
 - bepaling van de optimale vermogensstructuur
- 2 Werkkapitaalbeheer en cashmanagement (de korte kant van de balans)
 - Financiële overzichten en Financiële planning
 - Voorraad- en debiteurenbeheer
 - Cashmanagement
- 3 Risicomanagement

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

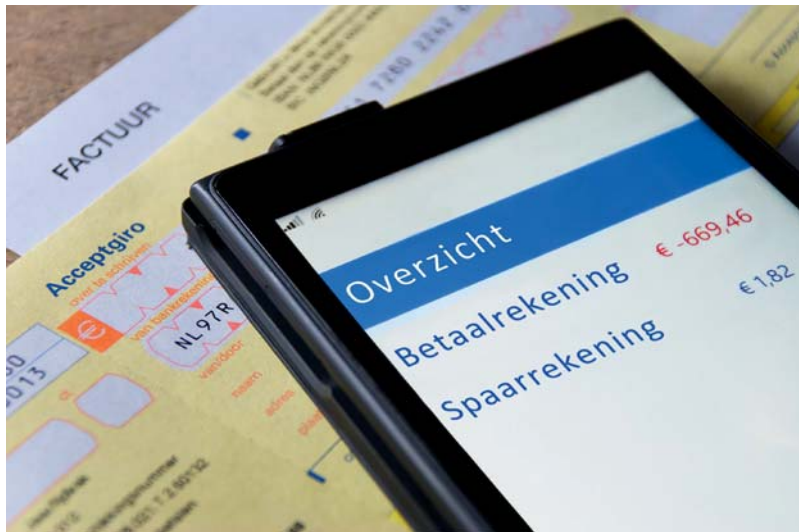
1.3.1 Inleiding, balansopstelling en structuur van de balans

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

- balans
- resultatenrekening
- kasstroomoverzicht

De *balans* en *resultatenrekening* horen tot het standaardrepertoire van de controller. Treasurers zweren bij het kasstroomoverzicht. Al sinds menscheugenis maken mensen lijstjes waarop ze bijhouden wat er wordt gekocht en verkocht. Voorbeelden van aankopen zijn panden, de inrichting van deze panden in de vorm van machines of als inrichting van een werkplek 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.

Balans
Resultaten-
rekening



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

Balans

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 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**Waardeverminderingen****Waardevermeerderingen**

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).

VOORBEELD 1.2**Momentopname**

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 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. 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.

Balans is een momentopname**Resultatenrekening**

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 overzicht is de *resultatenrekening*. De resultatenrekening is in feite de 'hulp rekening' 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 (kan zowel positief (winst) als negatief (verlies) zijn).

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).

Voorraad-
grootheden

1

Stroomgrootheden zijn grootheden waarvan de hoeveelheid gekoppeld is aan de tijd. Een andere term is ook wel tijdvakgrootheid. Stroomgrootheden zijn grootheden waarbij het begrip altijd gevolgd wordt door de term 'per'. Voorbeelden van stroomgrootheden zijn de omzet, de inkopen, de kosten, 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.

Stroom-
grootheden

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.

Opbrengsten en
kosten

Met het saldo op de bankrekening en dan met name met de mutaties in het saldo op de bankrekening valt niet te sjoemelen. Vandaar dat organisaties de mutaties op de bankrekening verklaren door een kasstroomoverzicht op te stellen. Het *kasstroomoverzicht* is een overzicht waarin de geldstromen (ontvangsten en uitgaven) in een bepaalde periode worden vastgelegd.

Kasstroom-
overzicht

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

Activa

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

Eigen vermogen is sluitpost**Passiva****Restpost
Sluitpost**

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).

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**

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

Een andere gebruikelijke 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*

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. Zo verschijnen gehuurde en geleasde activa steeds meer, ook vanwege wetgeving, op de balans.

Immateriële activa*Immateriële vaste 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

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.

Goodwill

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.

Financiële vaste 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.

Vlottende activa

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;

Eigen vermogen

Aandelenkapitaal

Reserves

Agioreserves

Herwaarderingsreserve

Winstreserve

- *winstreserve*; er ontstaat een winstreserve als de winst na belasting of een gedeelte van de behaalde winst na belastingen niet wordt uitgekeerd.

Vreemd vermogen**Vreemd vermogen**

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

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 meest bekende 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 incurante voorraden, voorziening dubieuze debiteuren, een garantievoorziening, voorziening groot onderhoud en pensioenvoorzieningen. 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.



Een bedrijf als Philips heeft in het jaarverslag van 2014 een bedrag van €2,5 miljard als langetermijnvoorziening opgenomen. Een onderdeel van deze post voorzieningen is de garantievoorziening. 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. Dat 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 1,5% van de verkoopprijs nodig is om kapotte exemplaren te vervangen of te repareren. Als Philips in een jaar voor €20 miljard aan goederen heeft verkocht dan brengt Philips in dat jaar €300 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 voorziening en niet ten laste van de resultatenrekening. Stel dat er in een jaar voor een bedrag van €250 mln aan apparaten vervangen of gerepareerd moet worden, dan wordt dit bedrag ten laste van de post voorzieningen geboekt en niet ten laste van de resultatenrekening. Het gebruik van voorzieningen heeft als voordeel dat kan worden voorkomen dat als Philips een keer de pech heeft een hele reeks slechte producten te leveren, in dat jaar de gehele winst verdampt. Schematisch gezien is het proces zoals weergegeven in tabel 1.1:

TABEL 1.1

Resultatenrekening	Voorziening	Vervangen en repareren
-/- 300 mln als kostenpost (toevoeging aan de voorziening)	→ + € 300 mln	
	-/- € 250 mln	← Voor een bedrag van € 250 mln (= onttrekking aan de voorziening)

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

Schulden op lange termijn en schulden op korte termijn

Schuld op lange termijn

- aflossingen op leningen die binnen een jaar moeten worden betaald
- het 'rood'-staan bij de bank (een negatief bedrag op het rekening-courantkrediet)

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*. Gedurende het jaar wordt er in een normale situatie door het bedrijf winst gemaakt. Op het moment dat de goederen worden verkocht en betaald zijn, 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

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 (aandeelhouders of de ondernemer zelf stelt geld ter beschikking voor de financiering van de onderneming) en (bank)leningen (alle bankleningen en dus ook het negatief saldo op het rekening-courantkrediet). Een bijzondere post in dit rijtje is de post te betalen dividend.

Autonoom vermogen

Te betalen dividend

Autonoom vermogen is het vermogen dat op basis van lening- of andere overeenkomsten aan de onderneming ter beschikking is gesteld.

Het onderscheid autonoom en geïnduceerd vermogen is zeer belangrijk omdat bij de beoordeling van organisaties het geïnduceerde 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.

De balans van een productiebedrijf (in eenvoudige vorm) is weergegeven in figuur 1.5.

FIGUUR 1.5 Voorbeeld Balans

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

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 1.6 zoals hierna weergegeven; dit figuur wordt vervolgd op de pagina hierna.

FIGUUR 1.6 Voorbeeld van een balans in de Angelsaksische literatuur

Balance Sheet – Sample Corp. Fiscal Year (FY)		31-12-20XX	
		31-12-20XX	
Assets		Liabilities and Owners Equity	
<i>Current Assets</i>		Current Liabilities	
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
Total Current Assets	\$ 325.000	Other Current Liabilities	<u>\$ 10.000</u>
<i>Long-Term Assets</i>		Total Current Liabilities	\$ 82.000
Land	\$ 85.000	Long-Term Liabilities	
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	Other Liabilities	
<i>Intangible Assets</i>		Pension Obligations	\$ 90.000

VERVOLG VAN FIGUUR 1.6 Voorbeeld van een balans in de Angelsaksische literatuur

Goodwill	\$ 15.000	Deferred Taxes	\$ 70.000
Patents	\$ 20.000	Minority Interest	\$ 15.000
Trademarks	\$ 15.500	Total Other Liabilities	\$ 175.000
Copyrights	\$ 24.000	Total Liabilities	\$ 347.000
Total Intangible	\$ 74.500	OWNERS' EQUITY	
Other Assets		<i>Common Equity</i>	
Investments	\$ 25.000	Common Stock	\$ 97.500
Deferred Charges	\$ 50.000	Capital Surplus	\$ 111.000
Total Other Assets	\$ 75.000	Retained Earnings	\$ 130.000
Total Long-Term Assets	<u>\$ 360.500</u>	Total Common Equity	\$ 338.500
		Total Owners' Equity	\$ 338.500
		Total Liabilities and Owners' Equity	<u>\$ 685.500</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, vandaar 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.

De basisvorm van een resultatenrekening is weergegeven in figuur 1.7.

FIGUUR 1.7 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</i>		€

Het overzicht in figuur 1.7 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 door voorraadvorming of door het verminderen van de voorraad tegenkomen. Een bijzondere situatie ontstaat bij bedrijven die aan productontwikkeling doen of die projecten met een looptijd langer dan één jaar uitvoeren. De vraag is of de werkzaamheden die aan het project kunnen worden toegerekend al als een opbrengst (bijvoorbeeld in de vorm van *onderhanden werk*), kunnen worden ingeboekt of dat alleen de kosten in de resultatenrekening terugkomen.

Onderhanden
werk

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:

FIGUUR 1.8 Voorbeeld van een resultatenrekening in de Angelsaksische literatuur

Income Statement

ACME Corporation

For the month ending 28 February 2014

	Current Period	YTD
Operating Income		
Product sales	29.540,32	57.243,00
Labor sales	4.232,04	8.108,57
<i>Net Sales</i>	33.772,36	65.351,57
Cost of Goods Sold	14.500,00	28.232,38
<i>Gross Income</i>	19.272,36	37.119,19
Operating Expenses		
Salaries	6.743,96	13.218,82
Advertising	432,32	1.404,21
Travel	100,08	243,00
Office	394,39	772,14
Other	92,99	99,94
<i>Total Operating Expenses</i>	7.763,74	15.738,11
<i>Operating Income</i>	11.508,62	21.381,08
Other Income & Expenses		
Other Income	118,13	224,23
Other Expenses	748,21	1.242,49
<i>Total Other Income & Expenses</i>	866,34	1.466,72
<i>Net income Before Taxes</i>	10.642,28	19.914,36
Taxes	3.129,23	5.813,58
Net Income	7.513,05	14.100,78

Bron: <http://findaccountingsoftware.com/expert-advice/how-to-read-your-income-statement-like-an-accounting-pro/> 21 juni 2015

1.3.4 Het kasstroomoverzicht

Binnen het vakgebied bedrijfseconomie wordt onderscheid gemaakt in het begrippenpaar '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 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 *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. Een van de belangrijker kostenposten op de resultatenrekening die geen uitgaven vormen, zijn de afschrijvingskosten.

Een kasstroomoverzicht – ook aangeduid als liquiditeitenoverzicht – is een systematische weergave van alle ontvangsten en uitgaven – de kasstromen – van de onderneming. 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.

Uitkomst is
verandering post
liquide middelen

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, die op zeer korte termijn en zonder al te veel kosten in geld kunnen worden omgezet, rekenen tot de post liquide middelen op de balans. 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.

Het opstellen van een kasstroomoverzicht kan op twee manieren:

- 1 de directe methode
- 2 de indirecte methode

Kasstroomoverzichten worden, zoals eerder aangehaald, gebruikt als een verklaring voor de mutatie van de post liquide middelen. Het kasstroomoverzicht in het jaarverslag heeft deze functie. Kasstroomoverzichten worden ook gebruikt als overzicht om toekomstige te verwachten kasstromen te bepalen met als doel het bepalen in hoeverre er voldoende liquide middelen zijn om aan de verplichtingen te kunnen voldoen of om te bepalen of investeringsplannen voldoende rendabel zijn. 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 zogenaamde vrije kasstroom. Deze kasstroom geeft aan hoeveel geld er in een bepaalde periode beschikbaar is voor de vermogensverschaffers.

Toekomst

Investerings-analyse

Kasstroomoverzicht volgens de directe methode

Het kasstroomoverzicht opgesteld volgens de *directe methode* neemt simpel gezegd alle bankafschriften en kastransacties van de onderneming en ordent alle ontvangsten naar hun herkomst of categorie, zoals ontvangsten uit verkoop en ontvangen rente. Ook worden alle uitgaven categoriaal geordend, zoals betaalde lonen en betalingen voor ingekochte goederen.

Directe methode

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.

Indirecte methode

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

- 1 Kasstromen uit hoofde van Operationele activiteiten (kasstroom op operatiebasis)
 - a kasstromen op winstbasis
 - b mutatie geïnduceerd werkkapitaal
- 2 Kasstromen uit hoofde van Investeringsactiviteiten (kasstroom op investeringsbasis)
- 3 Kasstromen uit hoofde van Financieringsactiviteiten (kasstroom op financieringsbasis)

Kasstroomen uit hoofde van Operationele activiteiten (kasstroom op operatiebasis)

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

Berekening kasstroomen op operatiebasis

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

FIGUUR 1.9 Berekening kasstroom op operatiebasis volgens de indirecte methode

Bedrijfsresultaat (EBIT)		€
Belasting over bedrijfsresultaat	-	€
Afschrijvingen		€
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		€

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 wil 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 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.

In de situatie dat alle opbrengsten op de resultatenrekening tevens ontvangsten zijn en alle kosten tevens uitgaven, zouden alle posten op de resultatenrekening samenvallen met het operationele kasstroomoverzicht. 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

Bedrijfsresultaat =
EBIT

Wijze van
financieren

Liquide middelen

Correcties

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 belastingaftrek 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 vraag wel of niet 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.

Belastingheffing
over het bedrijfs-
resultaat

1

VOORBEELD 1.3

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
Bedrijfsresultaat (EBIT)	€ 250.000
Rente	– € 125.000
Nettowinst voor Belastingen	€ 125.000
Belastingen 20%	– €25.000
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. Dat betekent dat het bedrag dat is opgenomen in het kasstroom op winstbasis €25.000 te hoog is. In de kasstromen uit hoofde van financieringsactiviteiten wordt een correctiepost van €25.000 opgenomen.

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

Afschrijvingen moeten als een correctiepost op het kasstroomoverzicht worden opgenomen door ze op te tellen bij het bedrijfsresultaat na belastingen.

Mutatie 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.

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.

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 voorraden, 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 en dat is voor het kasstroomoverzicht niet juist. Pas de werkelijke betaling van de belastingaanslag geeft een daling van het saldo op de bankrekening.

Om de juiste bedragen voor de mutatie van het geïnduceerde 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 (verlaging) van de kasstroom. De omzet wordt in de resultatenrekening als een opbrengst gezien. Als de omzet alleen maar betekent dat de post debiteuren stijgt dan kan er wel een positief bedrijfsresultaat (en dus een positieve kasstroom op winstbasis) zijn, maar komt er geen geld binnen en blijft de kassa leeg en is er dus geen positieve kasstroom. Als de debiteuren in het jaar daarop hun rekening betalen dan is deze betaling niet meer terug te vinden in de resultatenrekening van dat jaar, maar

het banksaldo in dat jaar zal door de ontvangen betaling wel stijgen en dus heeft er in dat jaar een positieve kasstroom plaatsgevonden. 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.

- 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.
- 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), omdat het niet betalen gelijkwaardig is aan kunstmatig het banksaldo hoog houden.

Negatieve kasstroom

Voorraden

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 geïnduceerde vermogen (de mutatie van het geïnduceerd werkkapitaal). Een stijging van de vlottende activa betekent een negatieve kasstroom; een daling een positieve kasstroom.
- Voor het geïnduceerde vermogen (dat op de creditzijde van de balans terug te vinden is) geldt het omgekeerde. Elke post van het geïnduceerde vermogen (crediteuren, te betalen belastingen en overlopende passiva) die aan het einde van het jaar *hoger* uitkomt dan aan het begin, heeft een *positief* effect op de kasstromen en elke post van het geïnduceerde vermogen die aan het einde van het jaar *lager* is dan aan het begin, heeft een *negatief* effect op de operationele kasstromen.

VOORBEELD 1.4

Berekening kasstromen uit hoofde van operationele activiteiten

Van het bedrijf Janssen zijn de volgende gegevens bekend:

Balans Janssen 31-12-2015 en 31-12-2016 (in euro's)					
	31-12-2016	31-12-2015		31-12-2016	31-12-2015
Vaste activa	1.000.000	1.200.000	Eigen vermogen	650.000	615.000
Voorraden	300.000	200.000	Voorzieningen	200.000	250.000
Debiteuren	400.000	425.000	Vreemd vermogen lang	500.000	500.000
			Crediteuren	200.000	160.000
			Rekening-courantkrediet	150.000	300.000
	1.700.000	1.825.000		1.700.000	1.825.000

In de post crediteuren is de post te betalen belastingen opgenomen; er is een winstuitkering van €28.750 over 2016 uitbetaald.

De resultatenrekening over 2016 is als volgt:

Resultatenrekening (in euro's)	
Omzet	4.000.000
Kosten van de omzet	2.500.000
Brutowinst	1.500.000
Afschrijvingen	250.000
Lonen	650.000
Overige kosten	450.000
Totale kosten	1.350.000
Bedrijfsresultaat	150.000
Rente	65.000
Winst voor aftrek van belastingen	85.000
Belastingen 20%	17.000
Winst	68.000
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 20%	- € 30.000
Afschrijving	€ 250.000
Overige correcties Bedrijfsresultaat (mutatie voorzieningen)	- € 50.000
Kasstroom op winstbasis	€ 320.000
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	€ 285.000

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 heeft een negatief effect op de kasstromen. Een lagere boekwaarde van een vaste actiefpost aan het einde van het jaar heeft een positief effect op de kasstromen.

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 ver-schaffers van het vermogen en daarmee uitgangspunt voor de investe-ringsanalyse.

**Kasstromen uit
hoofde van
investerings-
activiteiten
Mutaties
Vaste activa**

**Optelsom leidt
tot vrije
kasstroom**

VERVOLG VOORBEELD 1.4

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 2015 staat de post vaste activa voor een bedrag van €1.200.000. De afschrijvingen zijn €250.000. Zonder (des)investeringen in 2016 zou de post vaste activa €950.000 moeten bedragen ($€1.200.000 - €250.000 = €950.000$). Op de balans 2016 bedragen de vaste activa €1.000.000. Dit betekent dus dat er per saldo voor een bedrag van €50.000 in 2016 geïnvesteerd moet zijn.

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)		€
Kasstroom op winstbasis		€
Mutatie Werkkapitaal (Geïnduceerd)		
Voorraad grondstoffen	€	
Voorraad eindproducten	€	
Debiteuren	€	
Crediteuren	€	
Overige (bijvoorbeeld te betalen belastingen)	€	
Saldo mutatie Werkkapitaal (Geïnduceerd)		€
Kasstroom op operatiebasis		€
Investeringskasstroom		
Saldo in- en desinvesteringen		€
Vrije kasstroom		€

VERVOLG VOORBEELD 1.4

Berekening vrije kasstroom

Bedrijfsresultaat (EBIT)		€ 150.000
Belasting over bedrijfsresultaat	-	€ 30.000
Afschrijving		€ 250.000
Overige correcties Bedrijfsresultaat (mutatie voorzieningen)	-	€ 50.000
Kasstroom op winstbasis		€ 320.000
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		€ 285.000
Investeringskasstroom		
Saldo in- en desinvesteringen	-	€ 50.000
Vrije kasstroom		€ 235.000

Vrije kasstroom
Vermogens-
verschaffers

Kasstroom uit
hoofde van
financierings-
activiteiten
Financierings-
kasstroomen

Kasstroomen uit hoofde van Financieringsactiviteiten

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

Betaalde rente

De eerste post in het kasstroomoverzicht van de financieringskasstroom is de 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 2015 niet in 2015 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.

Dividend

Aantrekken en terugbetalen van vermogen

Aantrekken en
terugbetalen van
vermogen

De 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.

Rekening-
courantkrediet

Correctie belastingen

Correctie
belastingen

De post *correctie belastingen* is een bijzonder onderdeel van de financieringskasstroom. In de berekening van de operationele kasstroomen 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.

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 1.4

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 inhou- ding van de winst. De winst na aftrek van belasting is €68.000; de winstin- houding is €35.000. Hieruit blijkt dat er een bedrag van €68.000 – €35.000 = €33.000 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 2016 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 belas- tingen van 20% over het bedrijfsresultaat (€30.000). Het werkelijke bedrag aan belastingen dat is betaald is €17.000. Als er geen belastingcorrectie zou plaatsvinden, komt men een bedrag van €30.000 – €17.000 = €13.000 tekort. Vandaar dat er een correctie belastingen van €13.000 als kasstroom uit hoofde van financieringsactiviteiten wordt geboekt.

Kasstroom uit hoofde van financieringsactiviteiten

Saldo aan- en aflossen van vermogen	€	-----
Dividenduitkering	- €	33.000
Betaalde rente	- €	65.000
Correctie belastingen	€	13.000
Totale financieringskasstroom		<u>- € 85.000</u>

De drie genoemde blokken 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 einde 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 1.4

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:

Kasstroomen uit hoofde van operationele activiteiten	€ 285.000
Kasstroomen uit hoofde van investeringsactiviteiten	– € 50.000
Kasstroomen uit hoofde van financieringsactiviteiten	– € 85.000
Per saldo toename banksaldo	€ 150.000

FIGUUR 1.10 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 intrest	€	
Betaalde intrest	€	
Ontvangen dividend	€	
Aflossingen	€	
Aantrekken van vermogen	€	
Belastingen	€	
Totale Financieringskasstroom	€	

FIGUUR 1.10 Schema's Kasstroomoverzicht volgens de directe en de indirecte methode (vervolg)

Indirecte methode		
<i>Operationele kasstroom</i>		
Bedrijfsresultaat (EBIT)		€
Belasting over bedrijfsresultaat		-€
Afschrijving		€
Overige correcties Bedrijfsresultaat (bijvoorbeeld mutatie voorziening)		€
Kasstroom op winstbasis		€
<i>Mutatie Werkkapitaal (Geïnduceerd)</i>		
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)		

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 tijds waarde van het geld

In het vakgebied financiering draait het om kasstromen en de waarde van de kasstromen. Wellicht het meest belangrijke uitgangspunt is 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 krijgt. Men noemt dit fenomeen de tijds waarde van het geld, die ontstaat doordat je met geld, geld kunt verdienen. Met het geld dat je eerder krijgt, kun je ook weer eerder winstgevendende projecten financieren. Door gebruik te maken van reken technieken uit de *financiële rekenkunde*, waarbij later te ontvangen bedragen lager worden gewaardeerd dan huidige ontvangsten, kunnen projecten worden gewaardeerd en beoordeeld.

Principe van tijdsvoorkeur

Financiële rekenkunde

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 veel bedrijven 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.

http://boss.blogs.nytimes.com/2010/12/10/why-cash-is-not-king/?_r=0

Why Cash Is NOT King

door Jay Golz (december 2010)

'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, a month or maybe even a year, 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. Think Bernie Madoff. He had plenty of cash, it just wasn't his. 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). This is how many small companies get in trouble. They think everything is O.K. because they have money in the bank, and they don't pay attention to the red flags until the money is gone. I have watched some very ugly business failings that resulted from owners mistaking deposits for profits. They thought they were making money but they were actually digging themselves a hole.

It gets down to a common problem with many small-business owners; they really don't understand the basic principles of accounting, which means they don't understand how much money their companies are really making. Most business owners are sales-driven or service-driven and have to spend an inordinate amount of time just finding and servicing customers. Accounting is a burden that most do not enjoy.

But as business has become more complex and money even harder to come by, this approach has gotten even more dangerous. Small-business owners need some new slogans to live by. Maybe cash is king should

become *cash is critical*. Not as catchy, perhaps, but more accurate (and it still has a touch of alliteration). But then we also need a slogan for profit (even though a lot of companies have been sold for big money despite not showing a profit). How about 'profits before Porsches?' Or 'cash pays the bills but profits pay back the investors.' Again, not very catchy or sexy — unless, of course, you are the investor.

Cash is a fact; profit is an opinion

In de eerste tien jaar van de 21^e eeuw, nadat in de jaren negentig de economie een wonderbaarlijk herstel had laten zien, kregen we te maken met *boekhoudschandalen*. Bedrijven als Enron en in Nederland Ahold bleken zeer creatief in het verwerken van financiële feiten, waarbij 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.

Boekhoudschandalen

Kasstroomoverzicht

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 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 voor 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 ook dat het gemiddelde rendement op aandelen hoger moet zijn 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 objec-

Waardebegrip

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

**Waarde
Prijs****Contante waarde
van de verwachte
kasstromen**

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 kasstromen*. Om aandelen, obligaties, investeringen of bedrijven te kunnen waarderen moet je een beeld hebben over 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).

De belangrijkste formule in het vakgebied luidt:

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

5 Vermogensmarkten zijn efficiënt

Er ontstaat volgens de theorie handel als er bij kopers en verkoper 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 marktprijzen; 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 zoals in eerste instantie gedacht.

Efficiënte markt

VOORBEELD 1.5

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 een 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

Behoorlijk
bestuur

Rijnlandse model

Stakeholders

Aandeelhouders-
waarde creëren

Angelsaksische
model

Stockholder-
benadering

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.



In de Nederlandse Corporate Governance Code (beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice-bepalingen) uit 2009 stelt artikel 7 in de preambule:

'De code gaat uit van het in Nederland gehanteerde uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. De belanghebbenden zijn de groepen en individuen, die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of erdoor worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, maar ook de overheid en maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een *integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen*, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. *Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op lange termijn*'.

Uit bovenstaande omschrijving van een vennootschap zou je kunnen opmaken dat in Nederland het Rijnlandse model breed wordt aangehangen. De zinsnede 'streven naar aandeelhouderswaarde op lange termijn' zet weer vraagtekens bij de bovenstaande conclusie.

Medio 2016 is de monitoringcommissie Corporate Governance Code met een herziening van de code gekomen. In de code gaat meer dan in het verleden de nadruk komen te liggen op de 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 meest beroemde 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 (Investeren)
- 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).

Markt

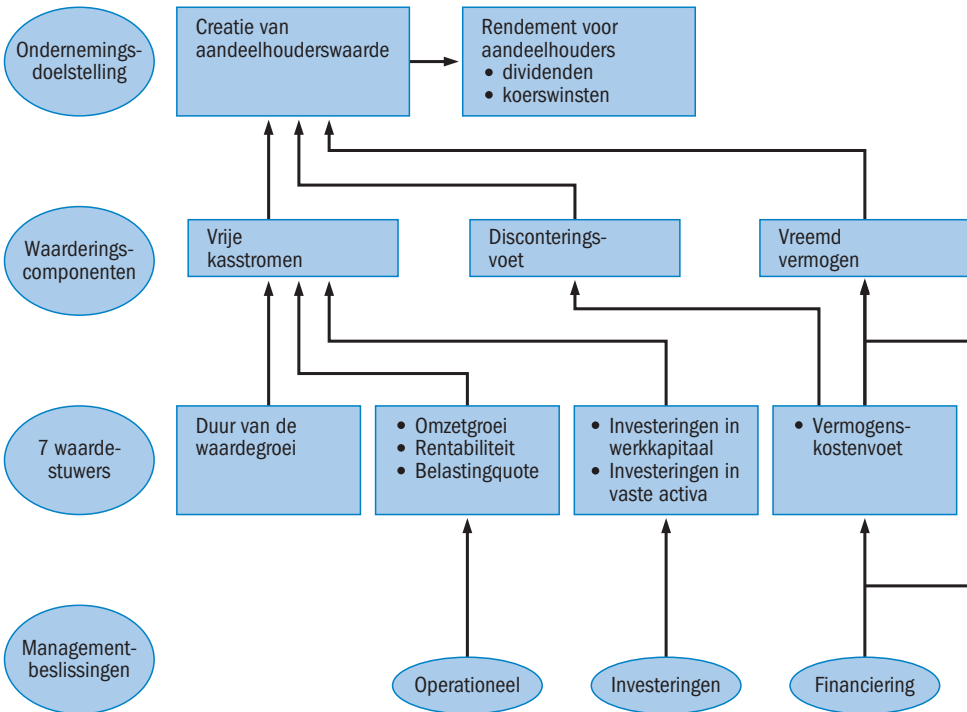
De tweede component is de wijze waarop men de markt wil bedienen. Een productiebedrijf als ASML bijvoorbeeld heeft ervoor gekozen om veel gebruik te maken van toeleveranciers bij de productie van de machines. Dat betekent dat ASML relatief weinig hoeft te investeren in vaste activa om de producten zelf 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.

Marktbediening

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.

Wijze van financieren

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 1.11 Het model Rappaport; streven naar aandeelhouderswaarde


Waardestuwers

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

- 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 geïnduceerde werkkapitaal
- de toeneming (netto-uitbreidingsinvesteringen) van de boekwaarde
- de vermogenskostenvoet.

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

Definities en begrippen (zie voor het kasstroomoverzicht het formuleblad)

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