



Praktijkgericht financieel management

Dr. Th.A. van Beek

Tweede druk



Noordhoff Uitgevers

Praktijkgericht financieel management

Praktijkgericht financieel management

Th.A. van Beek

Tweede druk

Noordhoff Uitgevers Groningen | Houten

Ontwerp omslag: G2K Designers, Groningen/Amsterdam

Omslagillustratie: iStockphoto

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 1 2 3 4 5 / 13 12 11 10 09

© 2009 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 op enig 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.cedar.nl/reprorecht). Voor het overnemen van een of meer gedeelten 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.cedar.nl/pro).

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) 978-90-01-85175-0

ISBN 978-90-01-77090-7

NUR 782

Woord vooraf bij de tweede druk

Financieel management vervult een belangrijke rol in de bedrijfsvoering van organisaties, zeker in deze tijd, waarin de gevolgen van de krediet- en economische crisis voor vrijwel elke onderneming duidelijk merkbaar zijn.

Leidinggevenden en medewerkers voelen een steeds sterkere behoefte om op financieel gebied breed en diep georiënteerd te zijn. Goed kunnen rekenen of het beheersen van de boekhoudtechnieken volstaat niet meer om op dit terrein te kunnen presteren. Prospectief denken en handelen op basis van de strategie, toekomstige kasstromen en de daarbij behorende risico's vervangt het retrospectief denken en handelen op basis van opbrengsten en kosten. Met dit boek willen we in deze behoefte aan verbreding en verdieping van kennis en inzicht in het financieel management voorzien.

Binnen ondernemingen is het denken in termen van kasstromen zo langzamerhand gemeengoed geworden ('*cash as cash can*'). Een zorgvuldige afweging van de toekomstige kasstromen met het daaraan verbonden risico is noodzakelijk voor het verhogen van de waarde van de onderneming. Het denken in termen van winst houdt met deze risico's géén rekening. Het '*managing for value*'-concept staat in *Praktijkgericht financieel management* dan ook centraal. De praktische uitvoerbaarheid van dit concept berust op stevige theoretische fundamenten. Verder kenmerkt dit boek zich door een bedrijfskundige (integrale) benadering, die tot uitdrukking komt in de koppeling tussen de ontwikkelingen in de omgeving, de interne (uitgangs)situatie en de financiële besturing van de onderneming. Belangrijk kenmerk van dit boek is verder dat de werking en problematiek van de onderneming zelf het vertrekpunt is en niet de werking en problematiek van de financiële markten.

Het nemen van belangrijke financiële beslissingen vereist een bredere kijk op de onderneming dan alleen die op financiën. Immers, financiën zijn het gevolg van alle beslissingen die in de onderneming zijn of worden genomen. Voor het besturen van de operationele en financiële kasstromen is meer kennis en inzicht nodig in de aard, omvang en ontwikkeling van het operationele proces en de factoren die van buiten de onderneming het operationele proces beïnvloeden. Deze factoren hebben vooral te maken met de ontwikkelingen in de macro-omgeving (zoals economische conjunctuur) en de commerciële, personele en financiële markten waarop de onderneming zich bevindt. De strategie die de onderneming voert bepaalt de mogelijkheden om de concurrentiepositie te beschermen en te verbeteren. Belangrijke activiteiten in een integrale of bedrijfskundige benadering zijn analyse, planning en beheer en de onderlinge samenhang tussen deze elementen. Hetzelfde geldt uiteraard voor de financiële besturing waarvoor deze activiteiten worden uitgediept. Deze activiteiten: analyse, planning en beheer vinden in de praktijk meestal simultaan plaats. Uit didactisch oogpunt is gekozen voor een separate behandeling, hoewel in

de desbetreffende hoofdstukken verbindingen worden gelegd met de overige activiteiten.

Praktijkgericht financieel management is in eerste plaats gericht op studenten van universiteiten, hogescholen en particuliere onderwijsinstellingen in Nederland en België die zich oriënteren op de financiële problematiek van ondernemingen. Daarnaast richt het boek zich op managers die in de praktijk direct of indirect met de financiële-besturingsproblematiek te maken hebben.

Deze tweede druk kent tal van aanpassingen en aanvullingen ten opzichte van de eerste druk. Uiteraard is de tekst geactualiseerd. De belangrijkste verandering is een verdere vervlechting van financieel management met de externe ontwikkelingen en interne mogelijkheden. Kortom, de integrale (bedrijfskundige) benadering van financieel management wordt in deze druk nog sterker benadrukt. Dit geldt voor vrijwel elk hoofdstuk. Daarnaast zijn nieuwe ontwikkelingen op het gebied van financiële verslaggeving (IFRS), risico (operationeel, financieel en vanuit het jaarverslag), waardering van de onderneming en vermogensvoorziening opgenomen. Extra aandacht is besteed aan de betekenis van immateriële activa (kennis) voor de beoordeling en waardering van de onderneming. Het hoofdstuk over acquisitiebeslissingen heeft verder een belangrijke uitbreiding ondergaan. De waarderingsproblematiek van de onderneming is verder toegelicht en uitgewerkt. Ten slotte is in het laatste hoofdstuk stof toegevoegd over de financiële oriëntatie op langere termijn, waarin de samenhang tussen de verschillende financiële-besturingsactiviteiten en de behandelde onderwerpen uit het boek wordt benadrukt.

Ook de structuur van het boek is enigszins gewijzigd. In plaats van 14 telt het boek nu 16 hoofdstukken. De voor financiële analyse noodzakelijke externe en interne informatie wordt nu in twee in plaats van in één hoofdstuk behandeld. Financiële planning wordt nu eerder in het boek behandeld. De hoofdstukken over investeren en financieren en van rendementseisen van vermogenverschaffers naar rentabiliteitseisen voor nieuwe investeringen zijn nu onder het financiële beheer geplaatst. Om het boek inzichtelijk te houden zijn de hoofdstukken verdeeld in vijf samenhangende delen met daarin de relevante hoofdstukken.

Eindhoven, januari 2009
Th.A. van Beek

Inhoud

Deel 1

Inleiding 14

1 Financieel management binnen organisaties 17

- 1.1 De financiële functie 18
- 1.2 Organisatie en belanghebbenden 20
- 1.3 Doelstellingen van de onderneming 30
 - Samenvatting 34
 - Begrippen 35
 - Opgaven 37

2 Financiële besturing 39

- 2.1 Het operationele proces binnen een onderneming 40
- 2.2 Operationele, investerings- en financiële kasstroom 42
- 2.3 Vrije kasstroom 46
- 2.4 Tijdvoorkeur en risico 47
- 2.5 Financiële analyse, planning en beheer 53
- 2.6 Raamwerk voor financieel-managementbeslissingen 56
 - Samenvatting 59
 - Begrippen 61
 - Opgaven 63

Deel 2

Informatie voor financiële besturing 66

3 Informatie financiële situatie 69

- 3.1 Informatiebehoefte belanghebbenden 70
- 3.2 Jaarverslag 71
- 3.3 Jaarrekening 73
- 3.4 Balans 76
- 3.5 Resultatenrekening 86
- 3.6 Kasstroomoverzicht 95
- 3.7 Toelichting en overige gegevens 103
- 3.8 Jaarverslag en risico's 104
- 3.9 Verborgene waarde 108
 - Samenvatting 110
 - Begrippen 111
 - Opgaven 114

4 Informatie en invloed externe ontwikkelingen 119

- 4.1 'Outside in' benadering 120
- 4.2 Aard van de onderneming 122
- 4.3 Externe situatie en ontwikkelingen 126

- 4.4 Interne situatie en mogelijkheden 130
- 4.5 Strategie 136
 - Samenvatting 138
 - Begrippen 140
 - Opgaven 142

Deel 3

Analyse, planning en beheer 144

5 Financiële analyse 147

- 5.1 Aspecten van de beoordeling 148
- 5.2 Analyse van de balans en de resultatenrekening 151
- 5.3 Analyse van de kasstroom 168
- 5.4 Waardeanalyse 170
- 5.5 Rendementsanalyse 172
 - Samenvatting 174
 - Begrippen 176
 - Opgaven 178

6 Analyse van de financiële structuur 185

- 6.1 Operationeel en financieel risico 186
- 6.2 Spreiding bedrijfsresultaat 187
- 6.3 Spreiding nettowinst 193
 - Samenvatting 199
 - Begrippen 201
 - Opgaven 202

7 Financiële planning 207

- 7.1 Plaats van financiële planning in de besturing van de onderneming 208
- 7.2 Aard en omvang vermogensbehoefte 211
- 7.3 Toetsing van financiële plannen 214
- 7.4 Geprognosticeerde balans en resultatenrekening 218
- 7.5 Instrumenten ten behoeve van de financiële planning 220
 - Samenvatting 233
 - Begrippen 235
 - Opgaven 236

8 Financieel beheer: werkkapitaal 241

- 8.1 Werkkapitaalbeheer 242
- 8.2 Debiteurenbeheer 248
- 8.3 Voorraadbeheer 253
- 8.4 Liquiditeitsbeheer 257
 - Samenvatting 262
 - Begrippen 263
 - Opgaven 264

Deel 4

Investeren en financieren 268

- 9 Investeringsbeslissingen 271**
 - 9.1 Investerings nader bekeken 272
 - 9.2 Bepaling van de kasstromen 276
 - 9.3 Investeringsbeslissing bij zekere kasstromen 277
 - 9.4 Investeringsbeslissing bij onzekere kasstromen 283
 - 9.5 Mogelijkheden en beperkingen van beslissingsmethoden 288
 - Samenvatting 288
 - Begrippen 290
 - Opgaven 291

- 10 Acquisitiebeslissingen 295**
 - 10.1 Acquisities versus investeringen 296
 - 10.2 Motieven voor koop of verkoop van een onderneming 299
 - 10.3 Wijze van overname 303
 - 10.4 Waardering van een overname 304
 - 10.5 Waarde en prijs 324
 - 10.6 Financieringsaspecten 327
 - Samenvatting 329
 - Begrippen 331
 - Opgaven 332

- 11 Financiële markten en instellingen 337**
 - 11.1 Financiële markten 338
 - 11.2 Vermogensmarkt 340
 - 11.3 Financiële instellingen 344
 - 11.4 Recente ontwikkelingen 351
 - 11.5 Toezicht financiële instellingen 353
 - Samenvatting 353
 - Begrippen 355
 - Opgaven 357

- 12 Vermogensvormen 359**
 - 12.1 Voorziening in de financieringsbehoefte 360
 - 12.2 Vormen van eigen vermogen 362
 - 12.3 Vormen van vreemd vermogen 365
 - 12.4 Speciale financieringsvormen 373
 - Samenvatting 378
 - Begrippen 380
 - Opgaven 382

13 Rendementseisen van de vermogenverschaffers 385

- 13.1 Rendementseis eigen vermogen 386
- 13.2 Rendementseis vreemd vermogen 390
- 13.3 Duration 392
 - Samenvatting 394
 - Begrippen 395
 - Appendix 397
 - Opgaven 399

14 Vermogenskosten voor de onderneming 401

- 14.1 Kosten van de verschillende vermogenscomponenten 402
- 14.2 Gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet 407
- 14.3 Vermogensstructuur 413
 - Samenvatting 425
 - Begrippen 427
 - Opgaven 428

Deel 5

Financieel risicobeheer 432

15 Risicobeheer: rente en valuta 435

- 15.1 Financiële technieken 436
- 15.2 Termijncontracten 437
- 15.3 Swaps 442
- 15.4 Opties 448
- 15.5 Aanvullende technieken ter beperking van valutarisico's 458
 - Samenvatting 465
 - Begrippen 466
 - Opgaven 468

16 Financiële oriëntatie op langere termijn 473

- 16.1 Invloed van beslissingen 474
- 16.2 Financiële planning en beheer op langere termijn 474
- 16.3 Relatie risico, rendementseis en rentabiliteitseis 475
 - Samenvatting 477
 - Opgaven 478

Literatuur 479

Disconteringstabel 480

Lijst van symbolen 482

Register 485

Studiewijzer

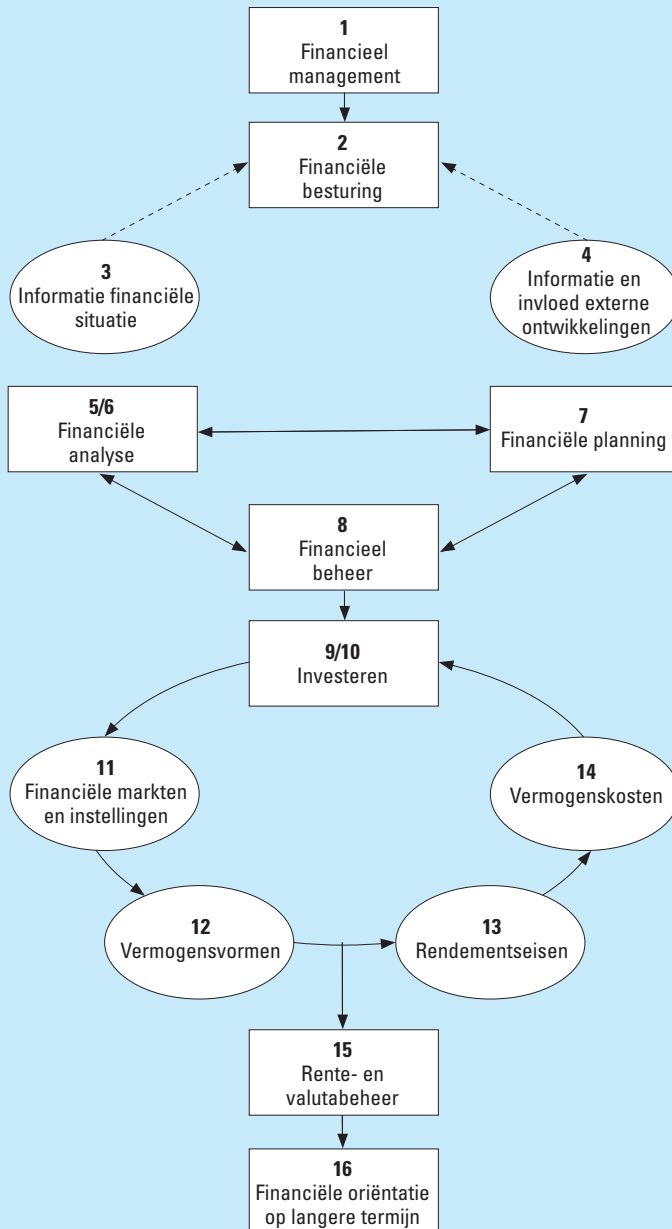
Financieel management en de bijhorende functies binnen organisaties zijn de afgelopen jaren flink in complexiteit toegenomen. Deze toegenomen complexiteit is een direct gevolg van de vele veranderingen die zich in de omgeving van de organisatie voordoen. Sterk stijgende grondstofprijzen, grote rente- en valutashommelingen, diverse financiële schandalen (Enron, Worldcom, Parmalat, Ahold) door creatief boekhouden, de problematiek van de hedgefonds (van onder andere Bear Stearns) en niet te vergeten de (hypotheek) kredietcrisis en de uit de gebeurtenissen gevolgde verscherpte regelgeving zorgden voor de nodige dynamiek. Voor elke organisatie is het van groot belang om dergelijke veranderingen in de praktijk te vertalen naar veranderingen in de organisatie. Zo ook binnen de financieel-managementfunctie.

Financieel management (*corporate finance*) heeft betrekking op het aanwenden, verkrijgen en beheren van het vermogen van organisaties. Het omvat alle activiteiten binnen de financiële functie waarmee een bijdrage kan worden geleverd aan de realisatie van de organisatiedoelstelling(en). Naast de vernieuwde inzichten vanuit de praktijk heeft ook de theorie de betreffende functionarissen aangezet tot anders denken en handelen. Begrippen als *shareholder value*, *economic value added*, *corporate governance*, *IFRS*, *impairment test* en *duration* zijn slechts enkele voorbeelden ter illustratie.

Met dit boek *Praktijkgericht financieel management* willen we inzicht geven in de verschillende aspecten en concepten die kunnen dienen als ondersteuning van de besluitvorming binnen de financieel-managementfunctie. In de volgende figuur is de opbouw van dit boek weergegeven.

Het boek is verdeeld in vijf delen. *Deel I* is het algemene deel met een inleiding in de financieel besturingsproblematiek. Dit deel omvat de hoofdstukken 1 en 2. In hoofdstuk 1 geven we inzicht in de financiële functie met bijbehorende activiteiten en omstandigheden. We beëindigen dit hoofdstuk met de doelstelling van de onderneming; waardecreatie. Om de activiteiten op een verantwoorde manier inhoud te geven en een bijdrage te leveren aan het realiseren van de ondernemingsdoelstelling, presenteren we in hoofdstuk 2 de financiële besturingsmethodiek. De informatie voor financiële besturing is onderwerp van *deel II*. Beslissingen die binnen het financiële-besturingskader worden genomen, vereisen naast een kwalitatieve ook een kwantitatieve analyse waarvoor zowel externe als interne informatie als noodzakelijke input dient. In de hoofdstukken 3 (financiële informatie) en 4 (omgevings- en ondernemingsinformatie) gaan we hierop verder in. *Deel III* geeft een verdere inhoud aan financiële besturing. De pijlers hiervan zijn: analyse, planning en beheer. De hoofdstukken 5 en 6 behandelen de financiële analyse op basis van kengetallen respectievelijk de analyse van de financiële structuur. Hiermee ontstaat inzicht in de huidige (financiële) situatie van de onderneming. Hierna gaan

Opbouw boek en samenhang hoofdstukken



Deel I
Inleiding

Deel II
Informatie voor
financiële besturing

Deel III
Financiële analyse,
planning en beheer

Deel IV
Investeren en financieren

Deel V
Financieel risicobeheer

we in hoofdstuk 7 over naar een andere activiteit van de financiële besturing, namelijk de financiële planning. Welke invloed hebben de operationele, investerings- en financieringsbeslissingen op de kasstromen van de onderneming? Wat zijn de consequenties voor de liquiditeit, solvabiliteit en de rentabiliteit? Hierbij komt de financiële analyse uit de vorige hoofdstukken weer goed van pas. In hoofdstuk 8 komt het financiële beheer voor de korte termijn in de vorm van werkkapitaalbeheer aan de orde. Dit deel is de basis voor de op de toekomst gerichte investerings- en acquisitiebeslissingen en de financiering daarvan, die we behandelen in *deel IV*: investeren en financieren. In hoofdstuk 9 worden de investeringen op projectniveau belicht. Hoofdstuk 10 behandelt de investerings- en waarderingsproblematiek op ondernemingsniveau. De hoofdstukken 11 en 12 behandelen de aspecten die te maken hebben met de financiering: ten eerste de financiële markten en instellingen (hoofdstuk 11) en daarna de verschillende vermogensvormen (hoofdstuk 12). In de hoofdstukken 13 en 14 komen de consequenties van investeren en financieren voor toekomstige investeringsmogelijkheden aan de orde. Hier laten we de relatie zien tussen de rendementseisen, vermogenskostenvoet, waarde van de onderneming en de invloed op de toekomstige rentabiliteitseisen. In hoofdstuk 13 komen de aan de vermogensvormen verbonden rendementseisen aan de orde en in hoofdstuk 14 de gevolgen hiervan voor de vermogenskosten en de vermogenskostenvoet. De vermogenskostenvoet is een belangrijke input bij investeringsbeslissingen, zowel op project- als op ondernemingsniveau (acquisities). Ten slotte behandelen we in *deel V* het risicobeheer. Onderwerp van hoofdstuk 15 is de beperking van de verschillende vormen van rente- en valutarisico met behulp van financiële instrumenten. In hoofdstuk 16 sluiten we het boek af met het reflecteren op de behandelde materie, waarbij de relatie tussen rentabiliteitseisen, vermogenskosten, rendementseisen en risico centraal staat.

Elk hoofdstuk in dit boek is voorzien van een inleiding, een samenvatting, een begrippenlijst en vragen en opgaven. Bij veel begrippen is de Engelse vertaling gegeven. Reden hiervoor is dat veel Nederlandse ondernemingen internationaal opereren en soms ook internationaal het jaarverslag opmaken en presenteren. Er is bewust gekozen om de vragen en opgaven in het boek op te nemen en niet via een apart vragen- en opgavenboek aan te bieden.

Ter ondersteuning van het boek kunnen docenten, studenten en managers terecht op de bijbehorende website: www.praktijkgerichtfinancieelmanagement.noordhoff.nl. Op deze site is naast algemene informatie over financieel management ook specifieke informatie te vinden als aanvulling op dit boek. Zo zijn er per hoofdstuk aanvullende vragen en opgaven beschikbaar en zijn per hoofdstuk de leerdoelen vermeld. Voor docenten zijn ook de uitwerkingen van de opgaven beschikbaar. Verder is er voor docenten het nodige collegemateriaal te vinden. Hierdoor hebben manager, student en docent alles bij elkaar om effectief en efficiënt de behandelde stof te bestuderen of te doceren.



Inleiding

1

- 1 **Financieel management binnen organisaties**
- 2 **Financiële besturing**



In dit eerste inleidende deel is onze aandacht gericht op de financiële functie en de inhoud daarvan. Om de financieel-managementfunctie goed te kunnen uitoefenen is het nodig kennis te hebben van het belang ervan binnen de organisatie. Dit belang is afhankelijk van de soort organisatie en de rol van belanghebbenden daarbij. Verder is het nodig te weten waarop de onderneming wenst te sturen: de (financiële) doelstelling. Om inzicht te krijgen in welke consequenties beslissingen in het verleden hebben gehad of voor de toekomst zullen hebben, zijn de activiteiten analyse, planning en beheer in het kader van financiële besturing onontbeerlijk. Daarnaast is het van belang inzicht te hebben in de oorzaak-gevolgrelaties van beslissingen. Om de oorzaak-gevolgrelatie van financiële beslissingen inzichtelijk te maken beëindigen we dit deel met een raamwerk voor financiële beslissingen.

1

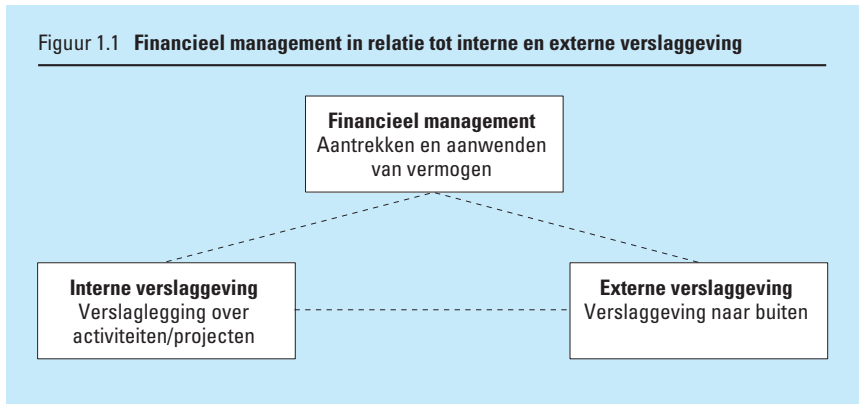
Financieel management binnen organisaties

- 1.1 De financiële functie**
- 1.2 Organisatie en belanghebbenden**
- 1.3 Doelstellingen van de onderneming**

In dit hoofdstuk presenteren we de verschillende functies en activiteiten op het financiële terrein. We maken daarin onderscheid tussen de controllers- en de treasurersfunctie. De activiteiten binnen deze functies verdelen we in financieel management, interne verslaggeving en externe verslaggeving. De wijze waarop de activiteit financieel management inhoud krijgt, is sterk afhankelijk van de soort organisatie, de rechtsvorm en de omgeving. Ook de branche waarin een organisatie actief is en de relaties met de omgeving spelen een belangrijke rol. Verder is de invulling van het financieel management voor een deel afhankelijk van wat de organisatie zich als (financiële) doelstelling heeft gesteld. Deze doelstelling vormt een leidraad voor het nemen van beslissingen en de manier waarop in financieel opzicht tegen de organisatie wordt aangekeken. Het sturen op kasstromen speelt daarbij een erg belangrijke rol.

1.1 De financiële functie

In de literatuur zien we vaak dat de activiteiten binnen de financiële functie in drieën zijn verdeeld: financieel management (*finance*), interne verslaggeving (*management accounting*) en externe verslaggeving (*financial accounting*). In figuur 1.1 is deze driedeling weergegeven.



De invulling van de interne en de externe verslaggeving is in de praktijk meestal terug te vinden bij de controller. Van alle activiteiten en projecten moeten de nodige gegevens worden vastgelegd en geanalyseerd. De wet eist van organisaties dat zij periodiek van de resultaten melding maken via publicatie van een jaarverslag. Beide activiteiten leunen sterk op de weergave van opbrengsten en kosten.

De financieel-managementactiviteiten focussen echter meer op de inkomende en de uitgaande kasstromen. De beslissingen hierin hebben vooral betrekking op het aantrekken (financieren) en aanwenden (investeren) van vermogen. Bij financieel-managementbeslissingen is vrijwel altijd sprake van een interactie van de organisatie met de vermogensmarkt. De contacten met de vermogensmarkt worden onderhouden door zowel de controller als de treasurer binnen de onderneming.

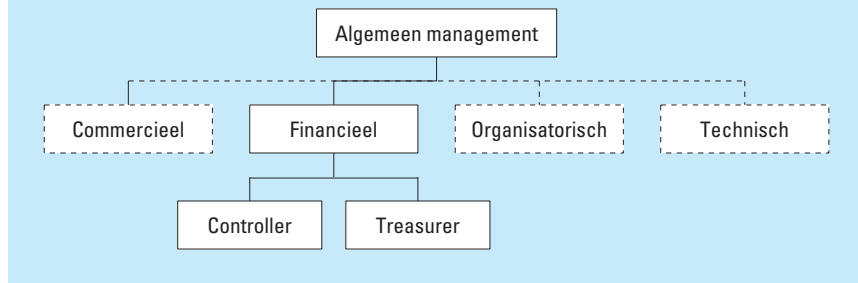
In figuur 1.2 zijn de verschillende functies voor een grotere onderneming weergegeven.

1.1.1 Controller

De controller houdt zich bezig met het verzamelen bewerken, analyseren en presenteren van informatie die nodig is om op alle niveaus in de onderneming financiële beslissingen te kunnen nemen. Hij bekleedt een centrale positie in de informatievoorziening binnen de onderneming. Belangrijke taken daarin zijn:

- registratie van de financiële gegevens;
- opstellen van begrotingen en budgetten (planning);
- samenstellen van de balans en resultatenrekening;

Figuur 1.2 Functies financieel management onderneming



- analyse en de beoordeling van de financiële resultaten;
- financiële planning en beheer activa, passiva, winst en kasstroom;
- presenteren van het jaarverslag;
- onderhouden van de relatie tussen de onderneming en haar voornaamste belanghebbenden.

Deze werkzaamheden omschrijft men wel als interne verslaggeving (*management accounting*). Een andere taak van de controller is het voorbereiden en verzorgen van de externe verslaggeving (*financial accounting*). Dit is het afleggen van verantwoording in de vorm van een (gepubliceerd) jaarverslag. In het jaarverslag verantwoordt de onderneming zowel de opbouw en de grootte van het kapitaal en vermogen als de omvang en de samenstelling van het resultaat aan belanghebbenden van buiten de onderneming. Deze belanghebbenden zijn onder andere de aandeelhouders, de verschaffers van vreemd vermogen en de overheid.

1.1.2 Treasurer

De treasuryfunctie omvat alle activiteiten die zich richten op het sturen en beheersen van, het verantwoorden over en het toezicht houden op de financiële vermogenswaarden, de kasstromen, de financiële posities en de hieraan verbonden risico's. De treasurer is belast met activiteiten als:

- beheer van de kasmiddelen;
- kasstroombeheer;
- werkkapitaalbeheer;
- aantrekken van vermogen;
- samenstelling van de verschillende vormen van vermogen;
- rente- en valutabeheer;
- financiële transacties met vermogenverschaffers;
- onderhouden van de relatie tussen de onderneming en haar vermogenverschaffers (*investor relations*).

De treasurer is bij de uitvoering van deze taken de schakel tussen de onderneming en de financiële gemeenschap. Deze is in zekere zin ook een bankier, maar dan een die verbonden is aan de onderneming zelf en die als tegenspeler fungeert voor de externe financiële partijen. Geavanceerde computersystemen informeren de treasurer à la minute over zaken die betrekking hebben op het feitelijke of het verwachte verloop van de kasstromen en de situatie op de financiële markten (waaronder de derivatenmarkten) in binnen- en buitenland. De genoemde activiteiten van de treasurer (*treasury management*) verdelen we ook wel onder in corporate finance, cash management en financieel risico-management.

Binnen het midden- en kleinbedrijf (MKB; in Vlaanderen Kmo) zal de financiële functie voornamelijk worden ingevuld door een controller, eventueel bijgestaan door een externe accountant. Bij grotere (vaak beursgenoteerde) ondernemingen is de financiële functie meestal opgesplitst in die van treasurer en controller, die ressorteren onder een financieel directeur, de zogenoemde corporate financial officer (Cfo).

1.2 Organisatie en belanghebbenden

De wijze waarop het financieel management binnen een organisatie inhoud krijgt, is sterk afhankelijk van:

- de soort organisatie;
- de rechtsvorm;
- de relatie met en de situatie in de omgeving.

Zo zal het financieel management van bijvoorbeeld een gemeente op een andere wijze ter hand worden genomen dan het financieel management van een industriële of handelsonderneming.

1.2.1 Soorten organisaties

Organisaties zijn er in allerlei soorten. We onderscheiden bedrijven, ondernemingen, verenigingen en stichtingen. Onder een organisatie verstaan we een samenwerkingsverband van mensen en middelen om een of meer doelstellingen te bereiken. De doelstellingen van een organisatie kunnen betrekking hebben op het realiseren van producten (goederen en/of diensten), het behalen van een bepaald financieel resultaat of het realiseren van een bepaalde activiteit. Organisaties kunnen we dus onderscheiden afhankelijk van de doelstellingen die ze nastreven.

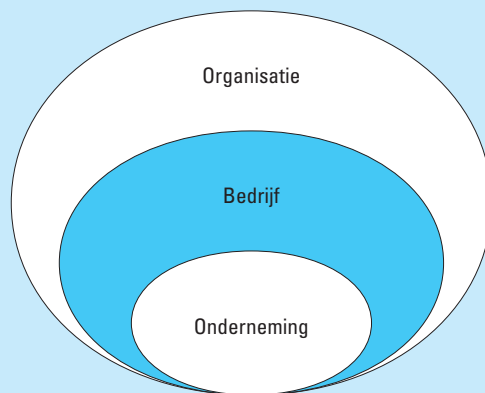
Een bedrijf is een organisatie die goederen en/of diensten voortbrengt met het doel deze op een afzetmarkt te verkopen. Voorbeelden van bedrijven zijn autofabrieken, transportbedrijven, banken, verzekeringsmaatschappijen, ziekenhuizen en openbare nutsbedrijven. Binnen de groep bedrijven maken we

onderscheid tussen bedrijven met en zonder winstoogmerk. Een bedrijf zonder winstoogmerk wordt ook wel een non-profitinstelling genoemd. Het leveren van goederen en/of diensten voor meer algemeen maatschappelijk nut tegen de laagst mogelijke offers staat voorop. Als voorbeelden zijn te noemen het Centraal Planbureau, universiteiten en de centrale bibliotheek. Non-profitinstellingen zijn voor hun inkomsten in belangrijke mate afhankelijk van overheids-subsidies. Bedrijven met winstoogmerk, de profitinstellingen of -bedrijven, streven naar het realiseren van een bepaald financieel resultaat. Deze bedrijven worden ondernemingen genoemd. Ondernemingen proberen zelfstandig een opbrengst voor hun producten te realiseren die hoger is dan de kosten van het produceren ervan. Voorbeelden van dit soort bedrijven zijn Akzo, KPN, Unilever, maar ook de slager en de bakker op de hoek.

Als voorbeelden van organisaties die geen bedrijf of onderneming zijn, kunnen we noemen: politieke partijen, sportverenigingen en liefdadigheidsinstellingen. In dit soort organisaties is geen sprake van goederen en/of diensten die deze organisaties op een markt aan afnemers aanbieden.

De activiteiten van verenigingen zijn gewoonlijk gericht op de leden zelf; stichtingen streven vaak ideële doelstellingen na tot voordeel van anderen. De hiervoor genoemde relaties tussen een organisatie, een bedrijf en een onderneming zijn in figuur 1.3 weergegeven.

Figuur 1.3 **Organisatie, bedrijf en onderneming**



Ondernemingen zijn te verdelen op grond van verschillen in producten en/of productieprocessen, zoals:

- industriële ondernemingen;
- handelsondernemingen;
- dienstverlenende ondernemingen;
- banken en verzekeraars;
- extractieve productieondernemingen (onderdeel van de agrarische sector, mijnbouw, olie- en gaswinning).

Alle ondernemingen samen vormen het bedrijfsleven. Het bedrijfsleven in Nederland is te verdelen in het particuliere bedrijfsleven en het overige bedrijfsleven (agrarische sector, overheidsbedrijven en dergelijke). De Europese Unie, en dus ook de Nederlandse overheid, deelt het particuliere bedrijfsleven in drie categorieën in: grootbedrijf, middenbedrijf en kleinbedrijf. Het midden- en kleinbedrijf (MKB) bestaat uit ondernemingen tot maximaal 250 medewerkers. Het kleinbedrijf heeft hooguit 50 personeelsleden. Van alle Nederlandse ondernemingen behoort slechts één procent tot het grootbedrijf (meer dan 250 werknemers). In dit boek staat het particuliere bedrijfsleven centraal. Hierbij kijken we zowel naar ondernemingen in het grootbedrijf (Gb) als naar ondernemingen in het MKB. In veel gevallen is de inhoud ook van toepassing op de overige soorten organisaties.

Ondernemingen vertonen bij onderlinge vergelijking talloze verschillen. Enkele aspecten waarnaar we ondernemingen van elkaar kunnen onderscheiden, zijn het financiële, sociale, technische en het juridische aspect. Voor de te behandelen financieel-managementproblematiek zijn niet alle aspecten van even groot belang. Naast het financiële aspect kunnen we het juridische aspect noemen, vanwege de grote invloed die ervan uitgaat op de financiering van de onderneming. Dit krijgt vooral gestalte door de verschillende rechtsvormen waarin ondernemingen kunnen worden gedreven.

1.2.2 Rechtsvormen

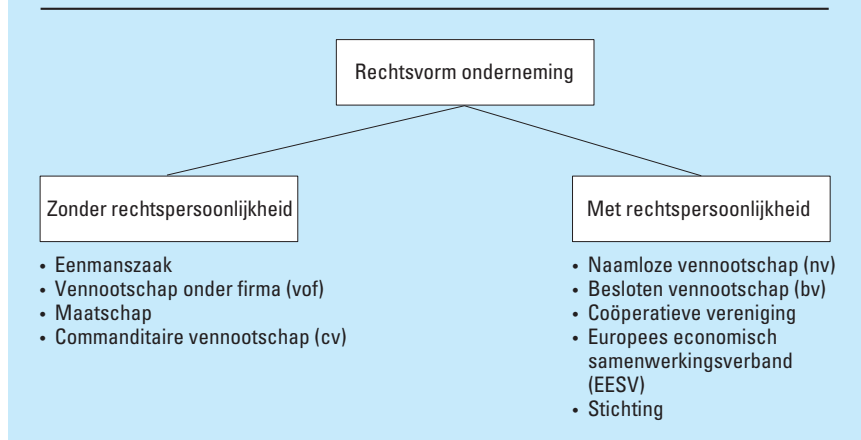
Ondernemingen zijn juridisch te onderscheiden in:

- ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid;
- ondernemingen met rechtspersoonlijkheid.

Een onderneming zonder rechtspersoonlijkheid is juridisch gezien geen zelfstandige drager van rechten en plichten. Deze berusten in dit geval bij de ondernemer. Een onderneming met rechtspersoonlijkheid echter vormt wel een juridisch zelfstandig geheel, namelijk een rechtspersoon. Een dergelijke onderneming heeft rechten en plichten, zoals een natuurlijk persoon, en kan als zodanig zelfstandig deelnemen aan het rechtsverkeer. Binnen deze twee rechtsvormen zijn verschillende ondernemingsvormen te onderscheiden. Zie figuur 1.4.

De verschillen tussen ondernemingen met en zonder rechtspersoonlijkheid hebben betrekking op:

- de mate van aansprakelijkheid van de ondernemer(s) voor de schulden van de onderneming;
- de fiscale behandeling;
- de publicatieplicht;
- de beschikbaarheid van bepaalde vermogensbronnen;
- de scheiding tussen leiding en eigendom;
- de mogelijkheid om de onderneming na het wegvallen van de leiding te continueren.

Figuur 1.4 **Rechtsvormen onderneming**

Ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid

Tot de ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid behoren:

- a eenmanszaak;
- b vennootschap onder firma;
- c maatschap;
- d commanditaire vennootschap.

Ad a Eenmanszaak

Bij een eenmanszaak berust zowel de leiding als de eigendom van de onderneming bij één persoon. Het eigen vermogen van de onderneming is het vermogen van de eigenaar. Voor de schulden van de eenmanszaak is de ondernemer/eigenaar met zijn gehele vermogen aansprakelijk. De winst van de eenmanszaak maakt deel uit van het inkomen van de ondernemer/eigenaar. Hierover moet de ondernemer inkomstenbelasting (IB) aan de fiscus afdragen. Door de sterke afhankelijkheid van de ondernemer/eigenaar is de eenmanszaak bijzonder kwetsbaar en de continuïteit van de onderneming is bij het wegvallen van de ondernemer allerminst verzekerd. De hieraan verbonden risico's beperken de financieringsmogelijkheden van deze ondernemingsvorm.

Ad b Vennootschap onder firma

Een vennootschap onder firma (vof) is een ondernemingsvorm waarbij twee of meer personen (firmanten) onder een gemeenschappelijke naam een onderneming drijven. De firmanten zijn ieder met hun privévermogen (hoofdelijk) aansprakelijk voor alle verplichtingen die door de onderneming zijn aangegaan. Leiding en eigendom zijn niet gescheiden. Doorgaans oefenen de firmanten gezamenlijk de leiding uit. De vof is minder afhankelijk van één persoon en de continuïteit is daardoor beter gewaarborgd dan bij de eenmanszaak. Gevoegd bij de eerder genoemde hoofdelijke aansprakelijkheid van de firmanten maakt dit het verstrekken van vreemd vermogen iets minder riskant voor de geldschie-

ter. De firmanten verdelen de winst naar rato van hun inbreng en vervolgens is deze bij hen als inkomen belast.

Ad c Maatschap

De maatschap is een ondernemingsvorm waarbij twee of meer personen (maten) voor eigen rekening en risico een onderneming drijven. Ze verbinden zich iets in een gemeenschap in te brengen met als doel het daaruit ontstane voordeel met elkaar te delen. Deze verdeling is vastgelegd in de statuten van de maatschap (maatschapcontract). De inbreng kan bestaan uit vermogen, maar ook uit arbeid. De maten zijn persoonlijk aansprakelijk voor de eigen verplichtingen tegenover derden. Deze ondernemingsvorm komt veel voor bij samenwerkingsverbanden tussen advocaten, medici, accountants en andere vrije beroepen.

Ad d Commanditaire vennootschap

Bij een commanditaire vennootschap (cv) onderscheiden we twee soorten vennoten: de beherende vennoot en de commanditaire of stille vennoot. In juridische zin is de situatie van de (hoofdelijk en volledig aansprakelijke) beherende vennoten gelijk aan die van de firmanten bij een vof. De commanditaire vennoot fungeert uitsluitend als verschaffer van eigen vermogen. De leiding is in handen van een of meer beherende vennoten; de stille vennoot mag zich niet openlijk bemoeien met het beheer van de cv. Met andere woorden: er is sprake van scheiding tussen leiding en eigendom. Het risico van de stille vennoot blijft beperkt tot het vermogen dat hij heeft ingebracht. Ook aanspraken op een deel van de winst zijn doorgaans beperkt.

De vof, maatschap en cv zijn personenvennootschappen. Voor deze vennootschappen is nieuwe wetgeving op komst. Het verschil tussen beroepsbeoefenaars (maatschap) of bedrijfsuitoefening (vof) komt te vervallen. Hiervoor in de plaats komt het onderscheid tussen de openbare vennootschap (ov) en de niet-openbare (stille) vennootschap (nov) vennootschap. De openbare vennootschap wordt de beoogde vervanger van de vof en de maatschap.

De openbare vennootschap (ov) kent twee varianten:

- 1 met commanditaire vennoten;
- 2 zonder commanditaire vennoten.

Een belangrijke verandering is dat de aansprakelijkheid naar gelijke delen van beroepsbeoefenaars in de maatschap wordt vervangen door een hoofdelijke aansprakelijkheid. Daarnaast kan de openbare personenvennootschap in de nieuwe wetgeving rechtspersoon worden; openbare vennootschap met rechtspersoonlijkheid (ovr). De vennoten in een ovr zijn hoofdelijk aansprakelijk voor alle verplichtingen van de vennootschap. In zoverre is er dus een duidelijk verschil met de aandeelhouders/bestuurders van een bv, die in beginsel niet persoonlijk aansprakelijk zijn voor de schulden van de bv. De overstap van een ovr naar de bv vorm kan nu soepeler dan in de huidige wetgeving, die geldt voor de overstap van een vennootschap onder firma/

maatschap naar de bv. De vennoten van een ovr hebben een aandeel in het vermogen van de rechtspersoon en kunnen nu gemakkelijker hun aandeel overdragen.

Ondernemingen met rechtspersoonlijkheid

Ondernemingen met rechtspersoonlijkheid komen onder andere voor in de volgende vormen:

- a besloten vennootschap;
- b naamloze vennootschap;
- c coöperatieve vereniging;
- d Europees economisch samenwerkingsverband;
- e stichting.

Ad a Besloten vennootschap

Bij een besloten vennootschap (bv) is het eigen vermogen verdeeld in aandelen. Ieder van de aandeelhouders (vennoten/eigenaren) neemt met een of meer aandelen in het eigen vermogen deel. De aandelen staan op naam van de aandeelhouders vermeld in het register van aandeelhouders. De aandelen zijn onder andere door statutaire bepalingen beperkt overdraagbaar. De aansprakelijkheid van de aandeelhouders blijft beperkt tot het bedrag waarvoor ze in het (geplaatste) aandelenkapitaal van de bv hebben deelgenomen.

Een of meer directeuren – de directie – besturen de bv. De directie is meestal als werknemer in dienst van de bv. De algemene vergadering van aandeelhouders (AvA) benoemt de directie. De directie is verantwoording verschuldigd aan de AvA. In veel gevallen stelt de AvA ook een Raad van Commissarissen (RvC) in, die toezicht houdt op de directie en deze van adviezen voorziet. Voor de grote bv en de hierna te bespreken naamloze vennootschap (nv) is een RvC wettelijk voorgeschreven. Deze bv's en nv's worden ook wel structuurvennootschappen genoemd.

De winst van een bv wordt bij de vennootschap zelf belast met vennootschapsbelasting (Vpb). De daarna resterende nettowinst kan de bv geheel of gedeeltelijk aan de aandeelhouders uitkeren in de vorm van dividend en/of in de onderneming houden. Bij uitkering van dividend houdt de bv als voorheffing dividendbelasting (25%) in.

Iedere bv is wettelijk verplicht één keer per jaar een overzicht van haar bezittingen en schulden openbaar te maken. Deze openbaarmaking dient te geschieden door het deponeren van de jaarstukken bij het handelsregister. De verdere wettelijke voorschriften voor de publicatieplicht zijn afhankelijk van de omvang van de vennootschap.

Bij een bv is een verregaande scheiding van leiding en eigendom mogelijk. De geringere afhankelijkheid van de onderneming van de eigenaar (directeur grootaandeelhouder, afgekort Dga) leidt tot een betere waarborg voor de continuïteit. Hierdoor beschikt de bv in de meeste gevallen over ruimere financieringsmogelijkheden.

Ad b Naamloze vennootschap

Ook bij de naamloze vennootschap (NV) is het eigen vermogen verdeeld in aandelen. Dit kunnen aandelen op naam of aandelen aan toonder (niet op naam) zijn. Het voordeel van aandelen aan toonder is dat de aandeelhouder deze zonder beperkingen kan overdragen aan anderen. De overdraagbaarheid wordt verder vergemakkelijkt wanneer de aandelen op een effectenbeurs worden verhandeld. In dat geval is er sprake van een open nv.

Over het algemeen geldt dat de nv aan meer strikte wettelijke voorschriften is onderworpen dan de bv. Dit is onder andere het geval voor de bepalingen over de scheiding tussen leiding en eigendom. Afgezien van de bij de bv vermelde verantwoordingsplicht aan de AvA, is de directie van een nv onderworpen aan het toezicht van een RvC. Ook voor de publicatieplicht moet de nv aan (soms veel) verdergaande eisen voldoen dan die voor de meeste bv's gelden. Daartegenover staat dat een grotere nv in principe minder beperkingen kent voor de vermogensvoorziening.

In Nederland geldt voor beursgenoteerde ondernemingen verder een gedragscode voor goed ondernemingsbestuur (*corporate governance*), bekend als de code-Tabaksblat. Het doel hiervan is een verbeterde transparantie in de jaarrekening, een versterking van de zeggenschap en bescherming van aandeelhouders en een betere verantwoording van de RvC. In België geldt de code Lippens voor beursgenoteerde ondernemingen en de code-Buysse voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. In de Verenigde Staten is dit zelfs in regelgeving vastgelegd in de zogenoemde Sarbanes-Oxley (SOX) wet. Een gebrek aan goed ondernemingsbestuur kan de onderneming of zelfs het hele bedrijfsleven ernstige schade toebrengen (bijvoorbeeld de schandalen rond Enron, Worldcom, Parmalat en Ahold).

De belangrijkste verschillen tussen de nv en de bv zijn:

- De bv mag geen aandeelbewijzen uitreiken, maar moet een register hebben waarin de namen en adressen van alle aandeelhouders zijn opgenomen. De nv mag wel aandeelbewijzen uitgeven.
- De aandelen van een bv zijn niet vrij overdraagbaar; de statuten van de bv moeten een blokkeringsregeling bevatten. Deze blokkeringsregeling kan bijvoorbeeld inhouden dat aandelen eerst aan medeaandeelhouders moeten worden aangeboden bij een voorgenomen overdracht. Een dergelijke blokkering kan ook de overgang bij vererving van aandelen regelen. De verplichte blokkeringsregeling geldt niet voor de nv.

De overdracht van aandelen in de bv dient steeds bij notariële akte plaats te vinden. Voor aandelen aan toonder en bepaalde aandelen op naam in de nv geldt dit niet.

Ad c Coöperatieve vereniging

Een coöperatieve vereniging of coöperatie is een vereniging van personen die als doelstelling heeft de belangen van de leden te behartigen. Deze doelstelling realiseert de coöperatie door bepaalde functies over te nemen van het bedrijfsleven, waarmee ze beoogt voordeel voor de leden te behalen. Dit

voordeel kan bijvoorbeeld ontstaan door voor de leden gezamenlijk in te kopen. Een bekend voorbeeld van samenwerking in coöperatief verband voor de kredietverlening is de Coöperatieve Centrale RaiffeisenBoerenleenbank BA, afgekort Rabobank Nederland.

Deze ondernemingsvorm komt veelvuldig voor in de agrarische sector, voornamelijk voor kleine ondernemers. De ledenvergadering vormt bij coöperaties de hoogste macht. Ze benoemt het bestuur en eventueel een Raad van Toezicht. De coöperatie verdeelt de winst onder de leden, meestal naar rato van de bijdrage die een lid heeft geleverd bij het tot stand komen van die winst. Het eigen vermogen van een coöperatie is afkomstig van door de leden gestorte contributies en door inhouding van overschotten. Omdat de leden in principe het recht hebben uit te treden, kunnen mutaties in het eigen vermogen optreden die de continuïteit van de coöperatie nadelig beïnvloeden. Daarom leggen statuten beperkingen op aan het uittredingsrecht en tracht de coöperatie via de weg van winstinhouding het eigen vermogen te versterken.

De leden zijn gezamenlijk aansprakelijk voor het nakomen van de verplichtingen die de coöperatie tegenover derden is aangegaan. De individuele aansprakelijkheid van de leden is wettelijk beperkt tot een evenredig deel van de totale schuld; dit is de wettelijke aansprakelijkheid (WA). Het is de coöperatie echter toegestaan de individuele aansprakelijkheid van de leden op een andere wijze in de statuten te regelen. Deze regeling kan een beperking inhouden van de aansprakelijkheid tot een in de statuten genoemd maximumbedrag; dit is de beperkte aansprakelijkheid (BA). De meest ingrijpende beperking is de uitsluiting van de aansprakelijkheid voor bedragen die de individuele contributie te boven gaan; dit is de uitgesloten aansprakelijkheid (UA).

Op fiscaal gebied gelden voor de coöperatieve vereniging in hoofdzaak dezelfde regels als voor de nv en de bv. Ook voor de publicatieplicht wijken de wettelijke voorschriften niet noemenswaardig af.

Ad d Europees economisch samenwerkingsverband

De Europese Commissie heeft in 1989 een nieuwe samenwerkingsvorm geïntroduceerd, namelijk het Europees economisch samenwerkingsverband, afgekort EESV. Deze rechtsvorm is in het leven geroepen om de samenwerking tussen ondernemingen in de Europese Unie te bevorderen. Het EESV is vooral bestemd voor kleine en middelgrote ondernemingen. Het EESV mag niet als doel hebben winst voor zichzelf te behalen.

Een EESV dient door ten minste twee leden te worden opgericht. Deze leden moeten hun hoofdkantoor in verschillende lidstaten hebben. Indien het EESV in Nederland (zetelstaat) wordt opgericht, heeft dit vanaf de dag van inschrijving in het handelsregister rechtspersoonlijkheid, zoals de nv en de bv. Leden van een EESV kunnen zijn:

- vennootschappen;
- overheidsinstellingen;
- natuurlijke personen die een industriële, commerciële, ambachtelijke of agrarische werkzaamheid of een vrij beroep uitoefenen.

Het bijzondere van een EESV is dat bij oprichting geen inbreng van kapitaal is vereist. Het is voor een EESV echter niet mogelijk obligaties of aandelen uit te geven. Dit in tegenstelling tot de andere ondernemingen met rechtspersoonlijkheid, zoals de nv en de bv. De leden dienen zelf voor de financiering te zorgen, maar de wijze van inbreng door de leden in het samenwerkingsverband is volledig vrij. Alle vormen van inbreng zijn mogelijk: in contanten, in natura (bijvoorbeeld goederen en kennis) enzovoort.

De ledenvergadering, bestaande uit de gezamenlijk handelende leden, is het hoogste orgaan binnen het EESV. Daarnaast heeft het EESV een bestuur dat door de ledenvergadering wordt benoemd.

Het EESV kent een aantal beperkingen ten opzichte van andere ondernemingsvormen. Zo is het voor het EESV niet toegestaan:

- bestuurder te zijn van leden of van andere ondernemingen;
- houdstermaatschappij ('holding') te zijn;
- aandelen te houden in andere ondernemingen;
- meer dan vijfhonderd werknemers in dienst te hebben;
- lid te zijn van een ander EESV;
- een openbaar beroep te doen op de kapitaalmarkt.

Het EESV is fiscaal transparant. Dit wil zeggen, dat eventuele winsten naar verhouding, zoals is vastgelegd in de oprichtingsovereenkomst, worden belast bij de leden, elk in hun eigen lidstaat.

Ad e Stichting

Een stichting is een rechtspersoon met gewoonlijk een of meer ideële doelstellingen. Met behulp van het ingebrachte vermogen tracht de stichting de doelstelling(en) te verwezenlijken. Dit vermogen mag de stichting niet aanwenden ten gunste van de oprichters of anderen die deel uitmaken van de stichting. De stichting is – wanneer ze geen onderneming drijft – niet onderworpen aan vennootschapsbelasting en kent geen leden, maar wel een bestuur dat in dienst van de stichting het vermogen beheert.

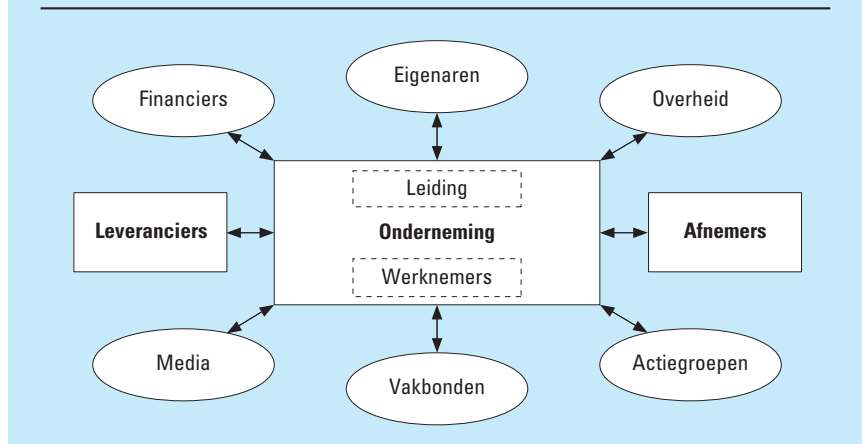
Een stichting wordt vaak in verband gebracht met ondernemingen, hoewel ze zelf geen onderneming is. In veel gevallen zijn aandelen van vennootschappen (bv's of nv's) in een stichting ondergebracht. Een van de redenen voor het gebruik van de stichting is bescherming tegen een ongewenste overname. De stichting als rechtsvorm komt veel voor bij instellingen met maatschappelijke, culturele en onderwijskundige doeleinden.

1.2.3 Belanghebbenden

Een onderneming onderhoudt op talloze manieren relaties met haar omgeving. De omgeving beïnvloedt een onderneming in de vorm van concurrentie, technologische ontwikkeling, overheidsingrijpen en andere krachten. Omgekeerd beïnvloedt de onderneming de omgeving, niet alleen door haar producten, maar ook door het maken van reclame of andere vormen van communicatie.

In haar omgeving heeft een onderneming te maken met verschillende groepen mensen die op een of andere manier belang hebben bij haar voortbestaan. Deze groepen worden de belanghebbenden (*stakeholders*) genoemd. Zij staan in een prestatie-beloningverhouding met de onderneming. Dat wil zeggen: ze bieden de onderneming iets en krijgen daarvoor iets terug. Voorbeelden van deze prestatie-beloningverhouding zijn onder andere arbeid-loon, leverantie-betaling en lening-rente. Figuur 1.5 laat de verschillende invloeden zien.

Figuur 1.5 Onderneming en belanghebbenden



Omgekeerd heeft de onderneming ook een gelijksoortige relatie met haar afnemers. In tabel 1.1 zijn de belangrijkste categorieën belanghebbenden en hun belang bij de onderneming weergegeven.

Tabel 1.1 Belanghebbenden van de onderneming

Belanghebbenden	Belang
Afnemers	Beschikking over goederen en diensten
Leveranciers	Afzet en betaling van geleverde producten
Financiers	Renteopbrengsten over en terugbetaling van de verstrekte lening(en)
Overheid	Werkgelegenheid en belastingen
Vakbonden	Arbeidsvoorwaarden van de werknemers
Werknemers	Beloning en arbeidssatisfactie
Leiding van de onderneming	Beloning en status
Eigenaren	Opbrengst en groei van het geïnvesteerde vermogen

Naast de belanghebbenden zijn er groepen die weliswaar geen direct belang hebben bij een onderneming, maar die vanuit maatschappelijke of sociale visies invloed op de onderneming uitoefenen. Actiegroepen en de media zijn hiervan voorbeelden.

Ten slotte zijn er in de omgeving van de onderneming ook nog individuen en groepen die er belang bij hebben dat de onderneming van het toneel verdwijnt of sterk in haar mogelijkheden wordt beperkt. Belangrijk hierbij zijn de ondernemingen die op dezelfde afzetmarkten opereren, de concurrenten. Concurrentie kan zich overigens ook voordoen op de inkoop- en vermogensmarkten.

Bij ondernemingen waar sprake is van een scheiding tussen leiding en eigendom zal de leiding optreden als een soort agent voor de aandeelhouders. Van de leiding mag worden verwacht dat zij zich voor haar principalen (de eigenaren) volledig inzet. Dit vormt de basis van de *agency theory*, die stelt dat de leiding van een onderneming (agent) de belanghebbenden (principalen) vertegenwoordigt en op gezette tijden rekening en verantwoording aflegt over het gevoerde beleid. Bij ernstige verstoringen in de wederzijdse relaties is ontslag van een of meer bestuurders vaak het directe gevolg.

1.3 Doelstellingen van de onderneming

Enkele doelstellingen die ondernemingen onder andere nastreven, zijn:

- a het handhaven van de continuïteit;
- b het realiseren van een zo hoog mogelijk inkomen;
- c het maximaliseren van de winst;
- d het creëren van aandeelhouderswaarde;
- e andere doelstellingen.

Ad a Handhaven van de continuïteit

In het streven naar verwezenlijking van zijn doelstellingen wordt een ondernemer of bestuurder bijna altijd geconfronteerd met de doelstellingen van de overige belanghebbenden. Ook zij proberen de onderneming als instrument te gebruiken voor de realisatie van hun eigen belangen. Het zal slechts bij hoge uitzondering voorkomen dat de doelstellingen van de ondernemer volledig parallel lopen met die van de overige belanghebbenden. Dit impliceert dat de ondernemer zijn onderneming slechts als instrument ter verwezenlijking van (zijn) doelstellingen kan gebruiken als hij erin slaagt de overige belanghebbenden aan zich te binden door aan hun specifieke verlangens tegemoet te komen. De gemeenschappelijke noemer van deze verschillende – soms zelfs onderling tegenstrijdige – belangen is het voortbestaan (de continuïteit) van de onderneming. De centrale doelstelling van de coalitie van belanghebbenden is daarom het streven naar het voortbestaan van de onderneming als instrument ter verwezenlijking van ieders doelstelling(en).

Als de ondernemer of bestuurder er op lange termijn in slaagt met de onderneming een bevredigend ondernemersinkomen respectievelijk winst te genereren, is aan een belangrijke continuïteitsvoorwaarde voldaan. In dat geval

mogen we aannemen dat de overige belanghebbenden ook in voldoende mate hun doelstelling(en) hebben kunnen verwezenlijken. Een aantal voorbeelden ter illustratie:

- Zou men relatief te lage lonen betalen, dan zou de onderneming na enige tijd kwantitatieve en/of kwalitatieve problemen kunnen krijgen voor de benodigde arbeidscapaciteit (voortdurende onderbezetting respectievelijk werknemers van een te laag niveau). Te hoge lonen zijn op den duur evenmin gewenst omdat dan andere partijen – waaronder de eigenaren – relatief achterblijven.
- Een onderneming die voor het door haar geleende geld meer dan de marktrente betaalt, wat zijn oorzaak kan vinden in gebrekkige informatie of een minder gelukkig gekozen onderhandelingsstactiek, zal de aandeelhoudersvergadering tegenover zich vinden.
- Producten die niet voldoen aan de kwaliteit-prijsverhouding die de afnemers wensen, worden op den duur niet meer gekocht; zijn ze echter beter dan de consument wenst c.q. goedkoper dan de consument bereid is te betalen, dan is daardoor de winst lager dan deze zou kunnen zijn en dat is niet in het belang van de overige participanten.
- Leveranciers die te lage prijzen voor hun producten geboden krijgen of niet tijdig worden betaald, zullen op den duur hun leveranties staken.

Zo is er nog een reeks voorbeelden te geven van ondernemingsgedrag dat ontevredenheid bij de belanghebbenden oproept en daarmee het voortbestaan van de onderneming bedreigt. Kortom, er dient binnen de coalitie van belanghebbenden een zeker machtsevenwicht te bestaan om de continuïteit van de onderneming te kunnen waarborgen. De doelstellingen van een onderneming dienen in evenwicht te zijn met de doelstellingen van de groepen uit de omgeving. Zodra dit niet meer het geval is, gaat de omgeving een belangrijke bedreiging vormen voor de continuïteit van de onderneming. Te denken valt hierbij aan slechte verhoudingen met leveranciers of een slechte reputatie op de afzet- of arbeidsmarkt.

Ad b Realiseren van een zo hoog mogelijk inkomen

Ondernemers nemen als zelfstandig producent van goederen en/of diensten deel aan het economisch verkeer, met als voornaamste doel daaruit nu en in de toekomst een inkomen te verwerven. De mate waarin ondernemers in deze opzet slagen, is uiteindelijk afhankelijk van de bereidheid van de afnemers van de producten om daarvoor een prijs te betalen die hoger is dan de kosten die de ondernemers voor de vervaardiging ervan moeten maken. Geen enkele ondernemer weet van tevoren met zekerheid of hij succes zal hebben en hij moet bereid zijn het risico van mislukken te aanvaarden. Dit is het belangrijkste kenmerk van ondernemersgedrag en het onderscheidt de ondernemer van elk ander type deelnemer aan het economisch proces.

Ad c Maximaliseren van de winst

Op lange termijn is de winst een belangrijke financiële voorwaarde voor de onderneming om te kunnen blijven bestaan. De bedrijfseconomische litera-

tuur gaat gewoonlijk uit van de ondernemingsdoelstelling: maximalisatie van de winst op lange termijn. Met de winst moet het door de aandeelhouders gewenste rendement worden gerealiseerd in de vorm van uitkeringen uit de winst (dividend) en/of door groei van de waarde van het aandeel in de onderneming. Dit laatste kan de onderneming onder andere bereiken door de winst (voor een deel) niet aan de eigenaren uit te keren, maar in de onderneming te houden voor het doen van nieuwe investeringen. Winst kan echter op talrijke manieren worden bepaald. Er bestaan hiervoor verschillende winstbepalingsstelsels. De vraag is echter bij welke omvang van de winst en binnen welke termijn aan de voorwaarde van maximalisatie is voldaan. Daarnaast speelt dat de hoogte van de winst onderhevig is aan verschillende interpretaties van de geldende boekhoudregels.

Ad d Creëren van aandeelhouderswaarde

In de westerse geïndustrialiseerde samenleving is de macht in een onderneming doorgaans in handen van de eigenaren en/of aandeelhouders (*shareholders*). Bovendien geldt dat verreweg de meeste eigenaren ook de onderneming leiden. In die gevallen zijn de eigenaren bovendien ondernemers; de directeur-groootaandeelhouders (Dga's). Bij grote ondernemingen treffen we meestal de situatie aan dat leiding en eigendom zijn gescheiden. De eigenlijke ondernemers zijn in dit geval de bestuurders, die door de eigenaren in hun functies zijn benoemd. Immers, veel van deze ondernemingen worden gedreven als rechtspersonen, in de vorm van bv's en nv's. De eigenaren treden dan op in de rol van aandeelhouders die hun belangen in de onderneming in hoofdzaak trachten te behartigen via de algemene vergadering van aandeelhouders. Formeel is dat het hoogste machtsorgaan van de onderneming, maar de feitelijke macht berust meestal toch bij de bestuurders. Door de huidige discussie betreffende goed ondernemingsbestuur (*corporate governance*) is er sprake van een verschuiving van de feitelijke macht naar de aandeelhouders. Door internationalisering van de vermogensmarkten beconcurreren ondernemingen elkaar om de aandeelhouder aan zich te binden. Het toegenomen belang van de aandeelhouder verklaart waarom (vooral grotere) ondernemingen het creëren van aandeelhouderswaarde (*shareholder value*) meer centraal zijn gaan stellen. Zo lezen we in het jaarverslag 2007 van Ordina hierover het volgende:

'De ontwikkeling van Ordina de afgelopen jaren bevestigt de mening van de Raad van Commissarissen dat de door de Raad van Bestuur over de afgelopen jaren gedefinieerde en uitgevoerde strategie sterk bijdraagt tot de duurzame groei en ontwikkeling van Ordina en het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.'

De aandeelhouderswaarde staat gelijk aan de (markt-)waarde van het eigen vermogen van de onderneming. Immers, het eigen vermogen komt de aandeelhouders toe. Deze waarde komt overeen met het verschil tussen de waarde van de onderneming (ondernemingswaarde) en de waarde van de schulden. De ondernemingswaarde wordt bepaald door het vermogen van de onder-

neming om in de toekomst kasstromen te genereren. De omvang van deze te verwachten kasstromen zijn het resultaat van de investeringen in het verleden, heden en toekomst. Verwachte kasstromen zijn uiteraard aan risico onderhevig. Zo bepalen naast de omvang van de kasstromen ook de timing en spreiding ervan wat de waarde van die kasstromen zal zijn. In de ondernemingspraktijk gebruiken bestuurders vaak de term aandeelhouderswaarde om aan te geven dat hun beslissingen de koers of prijs van het aandeel zullen verhogen.

Ad e Andere doelstellingen

Andere doelstellingen die we in de praktijk tegenkomen zijn een zo hoog mogelijke omzet, het vergroten van het marktaandeel, het verhogen van het aantal werknemers of op maatschappelijk verantwoorde wijze ondernemen. Zo onderschrijven veel (met name grote) ondernemingen het 'triple P'-principe. 'Triple P' staat dan voor de gevolgen van het handelen van de onderneming voor 'People' (sociaal), 'Planet' (ecologisch) en 'Profit' (rendabel). Bij de keuze van dergelijke doelstellingen wordt er impliciet van uitgegaan dat door de realisatie van de doelstelling een winstverhoging wel automatisch zal volgen. Niets is minder waar. Dergelijke doelstellingen kunnen alleen van secundair belang zijn. Een onderneming kan alleen overleven als te allen tijde aan de financiële verplichtingen kan worden voldaan. Kortom, als de onderneming te allen tijde de beschikking heeft over voldoende liquide middelen.

Vooraf in het MKB zien we dat ondernemingen koersen op de doelstelling van winstmaximalisatie. Echter, de omvang van de winst wordt sterk beïnvloed door boekhoudkundige afspraken. Het is allerminst zeker dat met de winst financiële verplichtingen (uitgaven) kunnen worden nagekomen. De winst is in de meeste gevallen ongelijk aan de kasstroom. Wanneer de onderneming als een in de tijd begrensd project zou kunnen worden beschouwd, zou over de gehele levensduur gelden dat het totaal van alle opbrengsten gelijk is aan de som van alle kasinkomsten (in dit boek verder de inkomende kasstroom genoemd). De kosten zijn dan gelijk aan de som van alle kasuitgaven (of de uitgaande kasstroom). Voor een dergelijk project betekent het maken van winst dan dat de inkomende kasstroom de uitgaande kasstroom overtreft. Voor een onderneming, uitgaand van het continuïteitsprincipe (*going concern*), hoeft dit echter niet op elk tijdstip het geval te zijn. Het is namelijk mogelijk dat de onderneming op korte termijn winst maakt, terwijl de verwachte inkomende kasstroom onvoldoende is om de toekomstige uitgaven te kunnen doen. Als de onderneming dan een tekort aan kasmiddelen heeft en niet in staat is additioneel vermogen aan te trekken, is de continuïteit door een dreigend faillissement in acuut gevaar. Anderzijds hoeft een tijdelijk verlies niet te betekenen dat het voortbestaan in gevaar is, mits voldaan is aan de voorwaarde dat de bestaande voorraad kasmiddelen plus de inkomende kasstroom plus de omvang van de financieringsmogelijkheden ten minste gelijk is aan de uitgaande kasstroom. Met andere woorden: er moet sprake zijn van voldoende liquiditeit. Een bekende uitdrukking hiervoor is: *'Cash is real, profit is an opinion'*. Voor een onderneming is het daarom erg belangrijk te sturen op kasstromen.

In dit boek nemen we de aandeelhouderswaarde als uitgangspunt voor financieel-managementbeslissingen. De omvang en timing van de verwachte kasstromen en het bijbehorende risico zijn hiervoor van belang.

De financieel-managementproblematiek, zoals we die in dit boek presenteren, is van toepassing op zowel profinstellingen (ondernemingen) als non-profitinstellingen. Beide zijn productieorganisaties die output leveren met een verwacht maatschappelijk nut. De verschillen zitten in de mate van economische zelfstandigheid, of er sprake is van eigenaren of begunstigers, de eigendomsrechten en de aanwezigheid van een prijsmechanisme. Naarmate meer non-profitinstellingen (deels) privatiseren, neemt het belang van een meer zakelijke benadering van de bedrijfsvoering toe. Het lastige is soms het verschil in gehanteerde terminologie, maar met wat creativiteit is deze relatief gemakkelijk naar de terminologie van dit boek te vertalen.

Samenvatting

De financieel-managementfunctie is, afhankelijk van de grootte van de onderneming, onder te verdelen in de functies controller en treasurer. De controller houdt zich zowel met de interne verslaggeving als met de externe verslaggeving bezig. De treasurer daarentegen houdt zich bezig met het beheer van de kasmiddelen en de vermogensstructuur. Financieel management heeft betrekking op de wijze waarop in organisaties met het aanwenden en verkrijgen van geld kan worden omgegaan. Dit kan verschillen voor de diverse soorten organisaties. Wij onderscheiden organisaties in bedrijven en ondernemingen. Deze laatste zijn naar winst strevende organisaties en zijn juridisch te onderscheiden in ondernemingen met en zonder rechtspersoonlijkheid. De eenmanszaak, de vof, de maatschap en de cv zijn voorbeelden van ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid. De bv en de nv zijn de belangrijkste voorbeelden van ondernemingen met rechtspersoonlijkheid. Behalve de rechtsvorm is ook de omgeving van ondernemingen van belang. Zo is een onderneming actief op onder andere de inkoop-, de verkoop- of afzetmarkt en de vermogensmarkt. De onderneming heeft met diverse groepen belanghebbenden te maken, die elk op hun eigen wijze invloed kunnen uitoefenen.

Over de doelstellingen van ondernemingen kunnen we opmerken dat de trend doorzet, dat steeds meer ondernemingen het traditionele winstbegrip verlaten en in toenemende mate overgaan naar het creëren van aandeelhouderswaarde als doelstelling. Hiervoor is het sturen op kasstromen, waarbij rekening wordt gehouden met de timing en spreiding van de toekomstige kasstromen, van belang.

Begrippen

Aandeelhouderswaarde	Marktwaarde van het eigen vermogen van een onderneming, wat overeenkomt met de ondernemingswaarde minus de marktwaarde van de schulden van die onderneming.
Bedrijf	Organisatie die goederen en/of diensten voortbrengt met het doel deze op een afzetmarkt te verkopen.
Belanghebbenden	Groep van mensen of organisatie die op de een of andere manier belang heeft bij het voortbestaan van de onderneming.
Besloten vennootschap	Rechtspersoonlijkheid bezittende vennootschap met beperkte aansprakelijkheid en met in aandelen verdeeld maatschappelijk kapitaal.
Code-Tabaksblad	Gedragscode voor goed ondernemingsbestuur met als doel een verbeterde transparantie in de jaarrekening, een versterking van de zeggenschap en bescherming van aandeelhouders en een betere verantwoording van de RvC.
Commanditaire vennootschap	Samenwerkingsvorm met twee soorten vennoten: beherende vennoten, een of meer vennoten die het beheer voeren en de zaken doen en commanditaire vennoten, een of meer vennoten die alleen geld inbrengen.
Controller	Persoon in de onderneming die verantwoordelijk is voor alles wat betrekking heeft op de analyse, planning en beheer van opbrengsten en kosten, alsmede de financiële-informatievoorziening daaromtrent.
Coöperatieve vereniging	Ook wel coöperatie genoemd. Vereniging van personen die als doelstelling heeft het behartigen van de stoffelijke belangen van de leden.
Eenmanszaak	Ondernemingsvorm waarbij de onderneming geen juridisch zelfstandige drager van rechten en verplichtingen is. Zowel de leiding als de eigendom van de onderneming berust bij één persoon.
Europees economisch samenwerkingsverband	Rechtvorm door de Europese Commissie in het leven geroepen om de samenwerking tussen met name kleine en middelgrote ondernemingen in de Europese Unie te bevorderen.
Externe verslaggeving	Ten behoeve van de externe verantwoording verschaffen van informatie over zowel de opbouw en de grootte van het kapitaal en het vermogen, als over de omvang en de samenstelling van het resultaat.

Financieel management	Alle activiteiten binnen de financiële functie van een onderneming waarmee een bijdrage kan worden geleverd aan de realisatie van de ondernemingsdoelstelling(en).
Interne verslaggeving	Verschaffen van informatie gericht op de planning en beheersing van een onderneming. Informatie over opbrengsten, kosten, kostprijzen, budgetten en dergelijke zijn hierbij van wezenlijk belang.
Maatschap	Ondernemingsvorm waarbij twee of meer personen (maatschapsleden of maten) voor eigen rekening en risico een onderneming drijven.
Naamloze vennootschap	Bij notariële akte opgerichte rechtspersoon met een in aandelen verdeeld kapitaal, waarin de vennoten voor een of meer aandelen deelnemen.
Onderneming	Bedrijf met winstoogmerk, ofwel profitbedrijf dat streeft naar het maken van winst.
Organisatie	Samenwerkingsverband van mensen en middelen om een of meer doelstellingen te bereiken.
Stichting	Rechtspersoon met veelal een of meer ideële doelstellingen. Met behulp van het ingebrachte vermogen wordt getracht de doelstellingen te verwezenlijken.
Treasurer	Functionaris die binnen een onderneming belast is met het beheer van de inkomende en de uitgaande kasstromen en de daaraan verbonden kosten en risico's, evenals de positie van de kasmiddelen.
Vennootschap onder firma	Ondernemingsvorm waarbij twee of meer personen (vennoten of firmanten) onder een gemeenschappelijke naam een onderneming drijven.

Opgaven

Open vragen

- 1.1 Omschrijf de drie activiteiten binnen de financiële functie van een organisatie.
- 1.2 Wat zijn de kenmerkende verschillen tussen de controller- en de treasurerfunctie?
- 1.3 Omschrijf de begrippen organisatie, bedrijf en onderneming.
- 1.4 Welke rechtsvormen worden voor ondernemingen onderscheiden?
- 1.5 Welke motieven spelen een rol bij de keuze van de ondernemingsvorm?
- 1.6 Geef ten minste drie ondernemingsvormen die voorkomen bij ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid.
- 1.7 Wat wordt verstaan onder de code-Tabaksblat?
- 1.8 Wat zijn de verschillen tussen een bv en een nv?
- 1.9 Op welke wijze spelen de belanghebbenden een rol bij de verwezenlijking van de doelstellingen van de onderneming?
- 1.10 Noem ten minste drie mogelijke doelstellingen van een onderneming.
- 1.11 Waarom is het voor een onderneming van belang te sturen op kasstromen?

Meerkeuzevragen

- 1.12 Met welke van de volgende taken is de treasurer onder andere belast?
 - a Cash management.
 - b Externe verslaggeving.
 - c Ondernemingsstrategie.
 - d Interne verslaggeving.
- 1.13 Welke van de volgende uitspraken is/zijn juist?
 - a Bedrijven zonder winstoogmerk streven naar levering van hun goederen en/ of diensten tegen zo laag mogelijke kosten.
 - b Tot het bedrijfsleven behoren behalve de ondernemingen ook de non-profit-instellingen.
 - c Formeel is de Raad van Commissarissen het hoogste machtsorgaan in een nv of bv.
 - d Bij een vennootschap onder firma kunnen reserves ontstaan door de emissie van aandelen.

- 1.14** Tot de ondernemingen met rechtspersoonlijkheid behoort de
- a** maatschap
 - b** vennootschap onder firma
 - c** besloten vennootschap
 - d** commanditaire vennootschap.
- 1.15** Welke van de volgende stellingen is/zijn juist?
- a** Met uitzondering van de commanditaire vennootschap zijn leiding en eigendom bij ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid niet gescheiden.
 - b** Wanneer de aandelen aan toonder van een naamloze vennootschap op een effectenbeurs worden verhandeld, wordt zo'n nv een 'open' nv genoemd.
 - c** Een stichting is geen rechtspersoon.
 - d** Over de uitgekeerde winst van ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid wordt bij de eigenaars inkomstenbelasting geheven; de in het bedrijf gehouden winsten blijven onbelast.
- 1.16** Wanneer een onderneming ernaar streeft dat de toekomstige kasstromen meer dan voldoende zijn om de vermogensverschaffers een adequate vergoeding te geven, streeft de onderneming naar
- a** maximalisatie van de winst
 - b** beschikking over voldoende liquiditeit
 - c** maximalisatie van de aandeelhouderswaarde
 - d** vergroten van de status van de ondernemer.