

# Financieel Management

Samenvatting



uickprinter  
Koningstraat 13  
2000 Antwerpen  
[www.quickprinter.be](http://www.quickprinter.be)



# Hoofdstuk 1: Doelstellingen en functies van het financieel beleid

## 1.1 De rol van de financieel directeur

Financieel directeur = Chief Financial Officer (CFO)

Vroeger:

- Registreren en rapporteren van financiële gegevens
- Beheren van de kaspositie
- Aantrekken van voldoende financiële middelen

Nu (naast een tijdige en correcte rapportering van de financiële situatie):

- Investeringsbeslissingen
  - = investeringen in activa
  - Heeft invloed op
    - De grootte van de onderneming
    - De operationele resultaten
    - Het operationeel risico (= de mate waarin de operationele resultaten schommelen)
- Financieringsbeslissingen
  - = zoeken naar de beste financiële mix of de optimale verhouding tussen de verschillende vormen van eigen vermogen en vreemd vermogen
  - Heeft invloed op
    - De vaste financiële kosten
    - Het financieel risico (= het risico dat er onvoldoende operationeel resultaat vóór financiële kosten is om interesten te dragen en dat er onvoldoende operationele cashflow is om aflossingen te betalen)
- Dividendbeslissingen
  - Heeft invloed op
    - De grootte van de gereserveerde winsten, en dus het eigen vermogen
- Risicomanagement
  - Voorgaande beslissingen beïnvloeden het financieel risico van een onderneming, men moet daarom een adequate risicomanagementstrategie uitstippelen

## 1.2 De doelstelling van de onderneming vanuit financieel standpunt

Wat is de concrete doelstelling waarop financiële beslissingen gebaseerd zijn?

Maximalisatie van de waarde van de onderneming is de normatieve doelstelling, die leidt tot een efficiënte toewijzing van de financiële middelen.

### 1.2.1 Welke doelstelling?

Welk objectief moet gemaximaliseerd worden bij het nemen van financiële beslissingen?

- Absolute winst?
- Winst per aandeel?
- Marktprijs per aandeel?

## Totale winst

Maximalisatie van de winst leidt niet tot optimale beslissingen.

### Voorbeeld: onderneming 'The Max'

	Vermogen	Aantal aandelen	Winst	Rendabiliteit	Winst per aandeel
Voor	100	10	20	20%	20/10 = 2
Verhoging	+ 100	+ 10	+ 10	10%	
TOTAAL	200	20	30	15%	30/20 = 1.5

⇒ De winst is hier wel verhoogd, maar het rendement voor de aandeelhouders is gedaald.

## Winst per aandeel of rentabiliteit

De winst per aandeel of de rentabiliteit van het eigen vermogen relateren de winst aan de grootte van de geïnvesteerde middelen. Hierdoor wordt de tekortkoming van de winst als absoluut maximalisatiecriterium weggewerkt.

Toch leidt dit niet tot optimale beslissingen:

- Er wordt geen rekening gehouden met de timing of de duur van de verwachte resultaten (tijdswaarde van geld!)
- Er wordt geen rekening gehouden met het risico of de onzekerheid

## Marktprijs per aandeel

Er moet dus rekening worden gehouden met drie elementen: rentabiliteit, risico en timing.

De maatstaf die al deze aspecten omvat, is de waarde van de onderneming of de marktprijs van het aandeel:

$$\text{waarde} = f(\text{rentabiliteit inclusief timing, risico})$$

### 1.2.2 Corporate governance: management versus aandeelhouders

Corporate governance = het denken over de optimale beheersstructuur binnen een onderneming

Onderneming = knooppunt van contracten tussen individuen en groepen die samenwerken in de onderneming (managers, aandeelhouders, schuldeisers, leveranciers, klanten, overheid, ...)

- Al deze partijen streven hun eigen doelstelling na, die niet steeds overeenstemming met de doelstellingen van andere partijen
- Via contractuele relaties worden onderling conflicterende belangen met elkaar in evenwicht gebracht
- Agency-relaties = relaties tussen personen die gebaseerd zijn op een contract waarbij één persoon (= de principaal) de bevoegdheid geeft aan een andere persoon (= de agent) om te handelen in zijn naam

### 15.3.2 Bepalen van de operationele kasstroom

Resultatenrekening:

	2019	2020	2021	2022	2023
Verkopen	20 000	22 000	24 200	26 620	29 282
Grondstoffen	- 15 600	- 17 160	- 18 876	- 20 764	- 22 840
Lonen	- 2 000	- 2 000	- 2 000	- 2 000	- 2 000
Afschrijvingen	- 860	- 860	- 1 260	- 1 260	- 1 260
Gebouw	- 500	- 500	- 500	- 500	- 500
Materieel	- 360	- 360	- 760	- 760	- 760
<b>Operationeel resultaat</b>	<b>1 540</b>	<b>1 980</b>	<b>2 064</b>	<b>2 596</b>	<b>3 182</b>
Interest	- 500	- 450	- 400	- 350	- 300
<b>Winst voor belastingen</b>	<b>1 040</b>	<b>1 530</b>	<b>1 664</b>	<b>2 246</b>	<b>2 882</b>
Belastingen	- 416	- 612	- 666	- 899	- 1 153
<b>Winst na belastingen</b>	<b>624</b>	<b>918</b>	<b>998</b>	<b>1 348</b>	<b>1 729</b>
Dividend					
Gereserveerde winst	624	918	998	1 348	1 729
Cumulatief gereserveerde winst	324	1 242	2 240	3 588	5 317

Om na te gaan of de onderneming voldoende financiering zal hebben, zullen we nagaan hoeveel kasmiddelen de onderneming zal opbrengen en hoeveel kasmiddelen ze zal gebruiken.

De resultatenrekening kan op 2 manieren omgevormd worden tot de kasstroom uit de dagelijkse operaties

- Alle operationele kasopbrengsten en -kosten worden geïsoleerd uit de RR (direct)
- Het operationeel resultaat na belastingen wordt verhoogd met alle niet-kaskosten (indirect)

	Directe methode	Indirecte methode
Verkopen	20 000	
Grondstoffen	- 15 600	
Lonen	- 2 000	
Afschrijvingen		860
Operationeel resultaat	1 540	
Operationele belastingen	- 616	
Operationeel resultaat na belastingen		924
Operationele cashflow na belastingen	1 784	1 784

De kasstroom is echter nog niet gelijk aan de totale kasontvangsten of -uitgaven van de onderneming. Niet alle verkopen zullen betaald worden in het jaar van verkoop, noch zullen alle aankopen betaald worden. We moeten dus nog rekening houden met de opbouw van de behoefte aan nettobedrijfskapitaal. Daarnaast dient ook rekening gehouden te worden met de investeringen in vaste activa.

Bij de bepaling van de vrije kasstroom wordt enkel rekening gehouden met de verandering in NBK-behoefte en niet met de totale NBK-behoefte.

Naast de investeringen in NBK-behoefte dient nog rekening gehouden te worden met investeringen. De investeringen in installaties moeten betaald worden in 2021, wat een negatieve impact op de kassituatie heeft. (Indien vaste activa zou verkocht worden, zou dit een positieve impact hebben op de kassituatie)

Vrije kasstroom:

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Operationeel kasstroom</i>	1 784	2 048	2 498	2 818	3 169
<i>Handelsvorderingen</i>	2 466	2 712	2 984	3 282	3 610
<i>Voorraad</i>	- 1 560	- 1 716	- 1 888	- 2 076	- 2 284
<i>Leverancierskrediet</i>	- 1 282	- 1 410	- 1 551	- 1 707	- 1 877
<i>Nettobedrijfskapitaalbehoefte</i>	2 188	2 407	2 647	2 912	3 203
<i>Verandering in NBK-behoefte</i>	- 2 188	- 219	- 241	- 265	- 219
<i>Investerings</i>			- 2 000		
<i>Vrije kasstroom (free cashflow)</i>	- 404	1 829	258	2 553	2 878

De onderneming zal in 2019 in een cash drian-situatie verkeren: de winst is positief, maar de onderneming zal meer uitgeven dan wat ze aan inkomsten zal genereren. Dit wordt veroorzaakt door de belangrijke investering in NBK-behoefte. De daaropvolgende jaren worden meer kasmiddelen gegenereerd dan uitgegeven, wat leidt tot een positieve free cashflow-situatie. Enkel in 2021 is de vrije kasstroom opnieuw negatief, door de bijkomende investering in vaste activa.

De vrije kasstroom is dus de kasstroom uit de bedrijfsoperaties, rekening houdend met de investeringen in NBK-behoefte en in vaste activa.

### 15.3.3 De totale kasstromen

De vrije kasstroom dient nog aangepast te worden met de financiële stromen, namelijk alle inkomsten en uitgaven naar de financiers (aandeelhouders en schuldeisers).

In het voorbeeld dient elk jaar nog 10% interest betaald te worden en 1 000 afgelost te worden.

Totale kasstroom:

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Vrije kasstroom</i>	<b>- 404</b>	<b>1 829</b>	<b>258</b>	<b>2 553</b>	<b>2 878</b>
<i>Interest</i>	- 500	- 450	- 400	- 350	- 300
<i>Belastingvoordeel op interest</i>	200	180	160	140	120
<i>Aflossing van de schuld</i>	- 1 000	- 1 000	- 1 000	- 1 000	- 1 000
<i>Financiële stromen</i>	<b>- 1 300</b>	<b>- 1 270</b>	<b>- 1 240</b>	<b>- 1 210</b>	<b>- 1 180</b>
<i>Totale kasstroom</i>	<b>- 1 704</b>	<b>559</b>	<b>- 982</b>	<b>1 343</b>	<b>1 698</b>
<i>Beginkas</i>	2 200	496	1 055	73	1 416
<i>Eindkas</i>	<b>496</b>	<b>1 055</b>	<b>73</b>	<b>1 416</b>	<b>3 114</b>

Naast schuldaflossing kan een onderneming nog andere financiële stromen hebben waar rekening mee gehouden moet worden in een financieel plan (bv. dividenden, uitgifte van nieuw aandelenkapitaal of reeds geplande opname van nieuwe leningen).

Eindkas: hoeveel liquide middelen zal de onderneming bezitten, rekening houdend met de operaties en met de financiële stromen?

De eindkas wordt verkregen door de vrije kasstroom aan te passen met de financiële kasstromen, wat leidt tot de totale kasstroom. Deze dient bij de beginkas opgeteld te worden om de eindkas te kennen. Hieruit blijkt dat de eindkas in de beschouwde periode steeds positief zal zijn.

Uit het financieel plan blijkt ook dat de onderneming vanaf 2022 een cash overschot zal genereren. Het financieel plan laat toe om een realistische inschatting te maken van de toekomstige financiële mogelijkheden.

## 15.4 Slotbeschouwingen bij financiële planning

### 15.4.1 Sensitiviteits- en scenarioanalyses

#### Sensitiviteitsanalyse

Het is nuttig om te analyseren welke parameters een grote impact hebben op de kassituatie. Deze parameters dienen dan zorgvuldig opgevolgd te worden door het management. De meest voor de hand liggende parameter waarvan de impact nagegaan kan worden, is de verwachte groei in de verkopen. Hoe zou de kassituatie eruitzien met een andere groeiverwachting?

Andere parameters die een impact zouden kunnen hebben, zijn de brutomarge, de lonen, de betalingsvoorwaarden van klanten en leveranciers, ... . Voor al deze parameters kan, mits een goed opgesteld financieel plan, nagegaan worden wat de impact is op de kassituatie, zodat preventief actie genomen kan worden om financiële moeilijkheden te voorkomen.

#### Scenarioanalyse

Bij een scenario-analyse wordt niet één enkele parameter (of meerdere) aangepast, maar wordt de impact van een totaal anders scenario gesimuleerd. Dit laat toe om de impact van reële opties beter te begrijpen.

### 15.4.2 Planningshorizon en periodiciteit van de planning

De planningshorizon is afhankelijk van het doel van het financieel plan. Uiteraard is het veel gemakkelijker om inkomsten en uitgaven op KT in te schatten dan op LT. Nochtans is het belangrijk om een zo realistisch mogelijk inzicht te krijgen in het volledig financieel plaatje van een project. Daarom zal het detailniveau van de planning minder groot worden naarmate er verder in de tijd gepland wordt.

Het doel van een financieel plan kan ook zijn om te begrijpen welke kasoverschotten of -tekorten een onderneming zal hebben de komende week of maand. Dit moet haar toelaten om KT-overschotten of -tekorten optimaal te beleggen of te financieren. In dit geval zal de onderneming een kasplan opmaken. In een kasplan worden op het laagste detailniveau alle inkomsten en uitgaven ingepland. De som van alle geanticipeerde inkomsten en uitgaven geven dan samen het kassaldo, dat dankzij het kasplan optimaal beheerd kan worden.

# Hoofdstuk 22: Internationaal financieel beleid

## Financieel risicomanagement: framework

1. Identificatie van de risico's
  - Financiële risico's
    - Markrisico's
      - Prijsrisico
      - Interestrisico
      - Valutarisico
    - Kredietrisico
    - Liquiditeitsrisico (meest gevaarlijk)
  - Operationele risico's
    - Meest gevaarlijke risico: bad governance (= men neemt slechte beslissingen aan de top)
  - Men is slecht bezig als men technieken/instrumenten gebruikt om een bepaald risico op te lossen, maar die technieken/instrumenten creëren een nieuw risico dat gevaarlijker is dan het eerste risico.
2. Meting
  - Interestrisico: duration
    - Langere duration = meer interestgevoelig
  - Kredietrisico: credit rating
  - ...
3. Financial risk strategy
  - Risk tolerance = welke risico's zijn we bereid te nemen en tot welk bedrag?
  - Organisatorische aspecten
    - Profit-center of cost-center
    - Centraal of decentraal (centraal is efficiënter)
    - Duidelijke lijst met toegelaten instrumenten en technieken
  - De financial risk strategy moet goedgekeurd worden op het hoogste niveau van de onderneming (= Raad van Bestuur en directiecomité)
4. Management
  - Strategisch financieel risicomanagement (bv. deel van de productie verplaatsen naar VS om dollar risico in te perken)
  - Operationeel financieel risicomanagement
    - Interne technieken = dingen die je zelf kan doen, geen hulp van buitenaf nodig (bv. factuur in euro, dan heeft de klant een valutarisico, maar jij niet)
    - Externe technieken = hulp van buitenaf nodig, zoals een financiële instelling
      - Traditionele technieken
        - Kredietrisico: kredietverzekering (bv. credendo)
        - Valutarisico: 'money making hedge' (voorbeeld: zie later)



- Derivaten (voor elke traditionele techniek is er een vergelijkbaar derivaat => flexibeler en goedkoper)
  - Kredietrisico: credit default swaps (CDS)
  - Valutarisico: currency forward

Een financieel instrument is een derivaat op het moment dat de waarde van het financieel instrument gebaseerd is op de waarde van een ander financieel instrument.

Gebruik:

- Trading
  - Speculatief: winst proberen te maken door risico te lopen
- Arbitrage
  - Winst proberen te maken zonder risico te lopen (indien markten niet efficiënt zijn)
- Hedging
  - Zekerheid scheppen door risico's te elimineren

Verschil met verzekeringen (traditionele technieken):

Verzekeringen zijn enkel voor hedging, terwijl derivaten ook gebruikt worden om te speculeren.

#### Voorbeeld money making hedge

Stel dat men op  $t_0$  iets verkoopt, maar men krijgt het bedrag \$110 pas na 1 jaar op  $t_1$ . De wisselkoers op  $t_0$  is \$1 = €1. De productiekost is €90. De jaarlijkse interest van de dollar bedraagt 10%.

Resultatenrekening:

Kost	Opbrengst
90	55
	220
90	100

Indien wisselkoers op  $t_1$  \$1 = €0,50

Indien wisselkoers op  $t_1$  \$1 = €2

Men wil zekerheid over de winst

- Stap 1: bereken de PV van de vordering:  $\frac{110}{1,10} = \$100$
  - Stap 2: ontleen op  $t_0$  de PV van de vordering (+\$100)
  - Stap 3: zet op  $t_0$  dollars om naar euro: \$100 = €100
  - Stap 4: op  $t_1$  terugbetaling van de lening (-\$110) met het geld dat men van de klant krijgt in dollars
- ⇒ Geen invloed van de wisselkoers (zekerheid dat men €10 winst maakt)

## Legoapproach

= building block approach

= men kan alles herleiden tot opties

- Swaps = stroom van forwards
  - Een swap is een ruil, men gaat bijvoorbeeld interestbedragen ruilen (vaste tegen variabele interest ruilen)  
= Interest Rate Swaps (IRS)
- Futures / forwards = verstandige combinatie van opties
  - Forward (termijncontract) = verplichting om op een toekomstig tijdstip iets te kopen/verkopen tegen een vandaag vastgestelde prijs
  - Forward (OTC: over the counter)
    - Men kan dit op maat laten maken (beter voor risicomanagement)
  - Future (listed: op de beurs)
    - Gestandaardiseerd (minder goed voor risicomanagement)
- Opties