

# Het kasstroomoverzicht van Europese ondernemingen: classificaties en toelichting

Jan Backhuijs, Ruud Vergoossen en Nees de Vos

**SAMENVATTING** In dit artikel bespreken we een onderzoek over het kasstroomoverzicht. We hebben daartoe een vijftigtal Europese beursgenoteerde ondernemingen geselecteerd, waarvan we de jaarrekening 2015 onder de loep hebben genomen. Op de door ons onderzochte aspecten van het kasstroomoverzicht voor wat betreft classificatiemogelijkheden en verstrekte toelichtingsinformatie zien we over het algemeen een grote diversiteit en constateren we dat er nog ruimte voor verbetering is. Opvallend blijft dat maar liefst 98% van de in het onderzoek betrokken ondernemingen kiest voor de indirecte methode bij het opstellen van de kasstroom uit operationele activiteiten, terwijl in de regelgeving expliciet een voorkeur voor de directe methode wordt uitgesproken.

**RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK** Het kasstroomoverzicht is een belangrijke bron van informatie in de oordeels- en besluitvorming van aandeelhouders, kredietverschaffers, beleggingsanalisten en andere jaarrekeninggebruikers. Het is dan ook van belang dat het kasstroomoverzicht op een juiste wijze wordt opgesteld en dat de kasstroomoverzichten van ondernemingen onderling met elkaar kunnen worden vergeleken.

## 1 Inleiding

In dit artikel doen we verslag van een onderzoek naar een aantal aspecten van het kasstroomoverzicht. Het kasstroomoverzicht is een van de primaire financiële overzichten in de jaarrekening, naast de balans, de winst-en-verliesrekening/het overzicht totaalresultaat en het mutatieoverzicht eigen vermogen.

Het kasstroomoverzicht draagt – afzonderlijk of in samenhang met andere onderdelen van de jaarrekening – bij aan het inzicht in:

- de kwaliteit van het behaalde resultaat, vooral door de operationele kasstroom te vergelijken met het (netto)resultaat;
- de capaciteit van de onderneming om geldmiddelen te genereren;

- de financiering van de ondernemingsactiviteiten; en
- de liquiditeit en de solvabiliteit van de onderneming.

Dat maakt het kasstroomoverzicht tot een belangrijke bron van informatie in het oordeels- en besluitvormingsproces van aandeelhouders, kredietverschaffers, beleggingsanalisten en andere jaarrekeninggebruikers. Daarbij komt dat in tijden van aanhoudende matige economische omstandigheden en vooruitzichten inzicht in de capaciteit van de onderneming om geldmiddelen te genereren aan belang wint. Dit, gecombineerd met de constatering van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) dat het kasstroomoverzicht het onderdeel van de jaarrekening is met de meeste onvolkomenheden (AFM, 2013), is voor haar reden om in het toezicht op de jaarrekeningen 2015 in het bijzonder aandacht te besteden aan het kasstroomoverzicht (AFM, 2015). Dat geldt ook voor de European Securities and Markets Authority (ESMA) die het kasstroomoverzicht en daarmee samenhangende toelichtingsinformatie heeft aangemerkt als een van de zogeheten *European common enforcement priorities* bij het toezicht op de jaarverslaggeving over 2015 (ESMA, 2015).

In de volgende paragraaf bespreken we allereerst op hoofdlijnen IAS 7 *Statement of Cash Flows* – de standaard waarin de regels over het kasstroomoverzicht zijn vastgelegd – en gaan we in op nadere wensen die ESMA/AFM naar voren hebben gebracht ten aanzien van het kasstroomoverzicht. Vervolgens behandelen we in paragraaf 3 de selectie van de onderzoekspopulatie, de aspecten van het kasstroomoverzicht die zijn onderzocht en de onderzoeksbevindingen. We sluiten het artikel af met een korte samenvatting en een aantal concluderende opmerkingen in paragraaf 4.

## 2 IAS 7 en nadere wensen ESMA/AFM

In IAS 7 worden kasstromen gedefinieerd als instromen en uitstromen van kasmiddelen (*cash*) en kasequivalenten (IAS 7.6). Kasmiddelen omvatten contanten en direct opvraagbare deposito's. Kasequivalenten zijn kortlopende, uiterst liquide beleggingen die onmiddel-

lijk kunnen worden omgezet in kasmiddelen waarvan het bedrag bekend is en die geen materieel risico van waardeverandering in zich dragen. Kasequivalenten worden aangehouden met als doel kortlopende verplichtingen contant te voldoen en worden niet zozeer aangewend voor beleggingsdoeleinden.

In het kasstroomoverzicht worden de kasstromen ingedeeld naar de activiteiten waarmee ze samenhangen. IAS 7 onderscheidt drie kasstromen, namelijk (IAS 7.10):

- de kasstroom uit operationele activiteiten;
- de kasstroom uit investeringsactiviteiten; en
- de kasstroom uit financieringsactiviteiten.

Onder operationele activiteiten vallen transacties en gebeurtenissen die veelal direct leiden tot opbrengsten en kosten in de winst-en-verliesrekening, zoals ontvangsten uit de verkoop van goederen of de levering van diensten, ontvangsten uit hoofde van royalty's, commissies en dergelijke, uitgaven voor de inkoop van goederen of diensten en uitgaven ten behoeve van het productieproces (IAS 7.14).

De kasstroom uit operationele activiteiten kan op twee manieren worden bepaald, namelijk volgens (IAS 7.18):

- de directe methode; en
- de indirecte methode.

De directe methode houdt in dat de daadwerkelijke ontvangsten en uitgaven worden opgenomen in het kasstroomoverzicht. Bij de indirecte methode daarentegen wordt de kasstroom uit operationele activiteiten afgeleid uit het (netto)resultaat in de winst-en-verliesrekening. Het (netto)resultaat waar in het kasstroomoverzicht van wordt uitgegaan, wordt aangepast voor de volgende posten (IAS 7.20):

- mutaties in het werkkapitaal (voorraden, handelsdebiteuren, handelscrediteuren);
- resultaatposten die geen kasstroom tot gevolg hebben in het onderhavige boekjaar, zoals afschrijvingen, vormen van voorzieningen, opnemen van belastinglatenties, ongerealiseerde koersresultaten, ingehouden winsten van deelnemingen; en
- resultaatposten waarvan ontvangsten en/of uitgaven behoren tot de investerings- of financieringskasstroom.

De IASB geeft expliciet de voorkeur aan de directe methode (IAS 7.19).

Onder investeringsactiviteiten vallen investeringen in en desinvesteringen van immateriële, materiële en financiële vaste activa, alsmede tijdelijke beleggingen in vlottende activa. Als voorbeelden kunnen worden genoemd (IAS 7.16): uitgaven in verband met geactiveerde ontwikkelingskosten, uitgaven voor de aankoop van grond, gebouwen, machines, concessies en deelnemin-

gen, ontvangsten uit hoofde van de verkoop van immateriële en materiële vaste activa, uitgaven en ontvangsten in het kader van de verstreking en de aflossing van verstrekte leningen en uitgaven en ontvangsten uit hoofde van beleggingen.

Onder financieringsactiviteiten vallen de activiteiten ter financiering van de operationele en investeringsactiviteiten, zoals ontvangsten uit hoofde van de uitgifte van aandelen, uitgaven voor de inkoop van eigen aandelen, ontvangsten uit hoofde van aangegane leningen en uitgaven voor de aflossing van leningen (IAS 7.17). Zij beïnvloeden de grootte en samenstelling van het eigen vermogen en vreemd vermogen in de balans.

Kasstromen uit hoofde van rente en dividend moeten op basis van IAS 7.31 van periode tot periode op een consistente wijze worden geclassificeerd. In het kasstroomoverzicht van een financiële instelling worden renteontvangsten en -betalingen en ontvangen dividenden normaliter gepresenteerd onder de kasstroom uit operationele activiteiten. Bij niet-financiële instellingen kunnen deze kasstromen worden gepresenteerd onder de kasstroom uit operationele activiteiten, de kasstroom uit investeringsactiviteiten of de kasstroom uit financieringsactiviteiten (IAS 7.33). Betaalde dividenden kunnen worden gepresenteerd onder hetzij de kasstroom uit financieringsactiviteiten hetzij de kasstroom uit operationele activiteiten (IAS 7.34).

Kasstromen uit hoofde van winstbelastingen behoren in de ogen van de IASB tot de kasstroom uit operationele activiteiten, behalve voor zover zij specifiek toerekenbaar zijn aan investerings- of financieringsactiviteiten (IAS 7.35). Als voorbeeld noemt de IASB de betaalde winstbelasting met betrekking tot de boekwinst van een verkocht actief die wordt opgenomen onder de kasstroom uit investeringsactiviteiten (IAS 7.36).

Betalen en ontvangsten voortkomend uit de aankoop respectievelijk verkoop van deelnemingen, moeten ieder afzonderlijk worden verantwoord onder de kasstroom uit investeringsactiviteiten (IAS 7.39). Daarbij worden de geldmiddelen die bij de gekochte/verkochte deelnemingen aanwezig zijn, gecorrigeerd op de kasstromen uit hoofde van de aankoop/verkoop (IAS 7.42).

In de toelichting wordt de volgende informatie opgenomen (IAS 7.40):

- het totale aankoop- en verkoopbedrag;
- het gedeelte van de aankoop- en verkoopbedragen dat in geldmiddelen is voldaan;
- het bedrag aan geldmiddelen dat aanwezig was in de gekochte/verkochte deelnemingen; en
- het bedrag aan activa en verplichtingen (niet zijnde geldmiddelen) waarover zeggenschap wordt verkregen/verloren, in totalen voor iedere belangrijke post.

Kasstromen in vreemde valuta worden omgerekend tegen de koers op het moment van de kasstroom (IAS 7.25). Van een buitenlandse deelneming worden de kasstromen eveneens omgerekend tegen de koers op het moment van de kasstroom (IAS 7.26). Voor de omrekening kunnen overigens ook koersen worden gebruikt die de koers op het moment van de kasstroom benaderen, zoals een gewogen gemiddelde koers gedurende een periode. Het is echter uitdrukkelijk niet toegestaan de koers op balansdatum te gebruiken (IAS 7.27). IAS 7.28 bepaalt dat de gevolgen van koerswijzigingen op geldmiddelen in vreemde valuta onderaan het kasstroomoverzicht worden gepresenteerd, teneinde een aansluiting te bieden tussen de geldmiddelen aan het begin en aan het einde van de periode. Dit bedrag wordt in het kasstroomoverzicht dus separaat van de kasstroom uit operationele, investerings- en financieringsactiviteiten weergegeven en omvat ook de verschillen tussen de omrekenkoers(en) en de koers op balansdatum.

IAS 7 besteedt ook aandacht aan de verwerking van investerings- en financieringstransacties waarbij geen ruil van geldmiddelen plaatsvindt (*non-cash transactions*). Voorbeelden van dergelijke transacties zijn: de verwerving van materiële activa door middel van financiële leasing, de verwerving van deelnemingen door middel van de uitgifte van aandelen, de omzetting van vreemd vermogen in eigen vermogen bij een converteerbare obligatielening en de uitkering van stockdividend (IAS 7.44). Ook ruiltransacties waarbij goederen en/of diensten tegen elkaar worden geruild, vallen hieronder.

*Non-cash transactions* worden niet in het kasstroomoverzicht opgenomen, maar elders in de jaarrekening toegelicht op een manier die relevante informatie over de desbetreffende investerings- en financieringsactiviteiten verschaft (IAS 7.43).

Op grond van IAS 7 worden onder meer de volgende elementen in de toelichting opgenomen:

- de geldmiddelen die niet beschikbaar zijn voor gebruik door de groep (IAS 7.48), bijvoorbeeld geldmiddelen waarover een dochtermaatschappij beschikt maar die door valutarestricties niet door de moedermaatschappij of andere groepsmaatschappijen kunnen worden gebruikt;
- de cijfermatige aansluiting tussen de geldmiddelen in het kasstroomoverzicht en de post liquide middelen op de balans (IAS 7.45);
- informatie ten aanzien van aangekochte en verkochte deelnemingen waaronder de aankoop- respectievelijk verkoopprijs en het bedrag van in de deelneming aanwezige liquide middelen (IAS 7.40);
- aanvullende informatie die van belang kan zijn om inzicht te verkrijgen in de financiële positie en de liquiditeit van de onderneming. Dit kan omvatten:

- het bedrag van nog niet opgenomen kredietfaciliteiten en de voorwaarden waaronder die kunnen worden gebruikt;
- de kasstromen die verband houden met uitbreiding van operationele capaciteit gescheiden weergegeven van de kasstromen die verband houden met het in stand houden van de bestaande operationele capaciteit;
- de kasstromen uit de drie activiteitscategorien verdeeld over de in overeenstemming met IFRS 8 *Operating Segments* te rapporteren segmenten (IAS 7.50).

Overigens geven de IFRS ook nog enkele nadere regels voor het kasstroomoverzicht in IFRS 5 *Non-current Assets Held for Sale and Discontinued Operations*. De IFRS laten ruimte voor verschillende presentatiewijzen van de kasstromen uit hoofde van beëindigde bedrijfsactiviteiten behalve dat de kasstromen uit hoofde van de operationele, investerings- en financieringsactiviteiten afzonderlijk moeten worden gepresenteerd hetzij in de primaire overzichten hetzij in de toelichting (IFRS 5.33 onder c.).

In oktober 2015 hebben ESMA en de Europese toezichthouders op de financiële verslaggeving (waaronder AFM) gezamenlijk enkele *European common enforcement priorities* voor het toezicht op de jaarverslaggeving over 2015 vastgesteld met als doel de consistente toepassing van IFRS in de Europese Unie te bevorderen. Het kasstroomoverzicht en daarmee samenhangende toelichtingsinformatie is een van die *European common enforcement priorities* (ESMA, 2015). De reden hiervoor is dat Europese toezichthouders regelmatig worden geconfronteerd met fouten en onjuiste toepassing van IAS 7. Zo hebben twee regelmatig voorkomende tekortkomingen betrekking op het ten onrechte opnemen in het kasstroomoverzicht van transacties waarbij geen sprake is van een kasstroom (zoals het aangaan van een leasecontract) en het aanmerken van deposito's met een significant waardeveranderingsrisico als kas(equivalenten). Ook wordt er nadrukkelijk op gewezen dat kasstromen als gevolg van bijzondere of ongebruikelijke transacties onder de operationele kasstroom moeten worden getoond, tenzij die als investerings- of financieringskasstroom kwalificeren. Ten slotte worden ondernemingen opgeroepen de classificatie van kasstromen toe te lichten als die niet eenduidig is of als er keuzemogelijkheden zijn en bij grote wijzigingen in het werkkapitaal een specificatie van de wijzigingen op te nemen (ESMA, 2015; AFM, 2015).

### 3 Bevindingen

#### 3.1 Selectie onderzochte jaarrekeningen

Voor ons onderzoek hebben we het kasstroomoverzicht en de daarbij opgenomen toelichting in de jaar-

rekening 2015 van de 50 grootste ondernemingen op Europese effectenbeurzen bekeken. Voor de selectie van deze 50 ondernemingen hebben we uit de FTSEurofirst 100 van FTSE Russell per 31 maart 2016 de 50 ondernemingen met het grootste gewicht in deze index genomen. Hierbij hebben we de financiële instellingen niet meegenomen vanwege de afwijkende aard van activiteiten die ook effect heeft op de relevantie van het kasstroomoverzicht (zie bijvoorbeeld EFRAG, 2015). Tevens hebben we de jaarrekening van één onderneming niet meegenomen omdat daarvan op het moment van ons onderzoek onvoldoende gegevens beschikbaar waren. Zie de bijlage voor een overzicht van de ondernemingen waarvan we de jaarrekeningen hebben onderzocht.

Bij ons onderzoek van de jaarrekeningen van de aldus geselecteerde 50 ondernemingen hebben we de ondernemingen nader onderverdeeld naar land van herkomst en naar bedrijfstak. Bij de onderverdeling naar land van herkomst onderscheiden we enerzijds landen waar de aandelen van de onderneming wijd verspreid zijn en de jaarrekening vooral wordt gebruikt om de aandeelhouders te informeren (groep A), en anderzijds landen waar de aandelen van de onderneming in bezit zijn van een kleiner aantal aandeelhouders en de jaarrekening vooral wordt gebruikt om de overheid te informeren (groep B). We doen dit aan de hand van factoren die Nobes (2008) hanteert ten aanzien van het gebruik van jaarrekeningen in Europese landen. De onderverdeling naar de landen van herkomst is opgenomen in tabel 1.

De onderverdeling naar bedrijfstak van de 50 ondernemingen waarvan we de jaarrekeningen over 2015 hebben onderzocht, hebben we opgenomen in tabel 2.

Hierbij tekenen we aan dat de classificatie naar bedrijfs-

**Tabel 1** Indeling onderzoekspopulatie naar land van herkomst

Groep	Land	n	%
A	Nederland	4	8
	Verenigd Koninkrijk	18	36
	Totaal A	22	44
B	België	1	2
	Duitsland	10	20
	Finland	1	2
	Frankrijk	12	24
	Italië	1	2
	Spanje	3	6
	Totaal B	28	56
Totaal		50	100

**Tabel 2** Indeling onderzoekspopulatie naar bedrijfstak

Bedrijfstak	n	%
Productie	26	52
Handel	5	10
Dienstverlening	6	12
Energie	5	10
Nutsvoorzieningen	2	4
(Tele)communicatie	6	12
Totaal	50	100

tak niet altijd eenduidig is. Zo zijn ondernemingen die zich in min of meer gelijke mate met zowel productie als dienstverlening bezig houden, onder productie geclassificeerd. Ook de onderverdeling naar energie dan wel nutsvoorzieningen respectievelijk nutsvoorzieningen dan wel (tele)communicatie is niet altijd zonneklaar. In die gevallen hebben we de ondernemingen geclassificeerd naar de meest prominente activiteit zoals die uit de jaarrekening 2015 naar voren komt.

Indien onze bevindingen ten aanzien van de kasstroomoverzichten over 2015 van de geselecteerde ondernemingen naar land van herkomst en/of naar bedrijfstak daartoe aanleiding geven, komen we daarop hierna afzonderlijk terug.

Van de 50 onderzochte jaarrekeningen over 2015 eindigen niet alle verslagjaren per 31 december 2015. Van verslagjaren met een ander jaareinde hebben we de meeste recente jaarrekening onderzocht zoals die beschikbaar was op 30 juni 2016.

We hebben de aldus geselecteerde jaarrekeningen – mede op basis van de bevindingen van ESMA (2015) en AFM (2015) – op de volgende punten onderzocht:

- liquide middelen in balans versus kasstroomoverzicht;
- grondslagen kasstroomoverzicht;
- toepassing keuzemogelijkheden;
- kasstromen vanwege investeringen in vaste activa;
- kasstromen vanwege overnames en overdrachten van dochterondernemingen;
- kasstromen in verband met financiering middels vreemd vermogen;
- kasstromen uit beëindigde bedrijfsactiviteiten.

### 3.2 Liquide middelen in de balans versus het kasstroomoverzicht

Op het eerste gezicht ligt het voor de hand dat het saldo liquide middelen zoals opgenomen in de balans per balansdatum overeenkomt met het saldo liquide middelen aan het einde van het boekjaar zoals opgenomen in het kasstroomoverzicht. Toch hoeft dat niet zo te zijn. Daarbij spelen meerdere aspecten een rol.

Een van deze aspecten betreffen de verschillende defi-

nities van wat als liquide middelen op de balans wordt opgenomen, en wat als liquide middelen in het kasstroomoverzicht wordt opgenomen. Hierover zeggen de IFRS met betrekking tot de verwerking in de balans dat liquide middelen afzonderlijk worden gepresenteerd (IAS 1.54) en dat ze als kortlopend worden gepresenteerd indien wordt voldaan aan de vereisten van IAS 1.61. Voor de verwerking van liquide middelen in het kasstroomoverzicht geven de IFRS aan dat liquide middelen naast kas- en banksaldi ook omvatten kortlopende, zeer liquide beleggingen die onmiddellijk in bekende bedragen aan kas- of banksaldi kunnen worden omgezet met slechts een onbelangrijk risico van waardeveranderingen (IAS 7.5). Dergelijke beleggingen staan normaliter vanaf de eerste verwerking maximaal drie maanden vast (IAS 7.7).

Een ander aspect betreft het al dan niet salderen van positieve met negatieve banksaldi. Voor de verwerking in de balans geven de IFRS aan dat positieve en negatieve saldi gesaldeerd worden gepresenteerd mits de onderneming zowel het recht als de bedoeling heeft de saldi gesaldeerd of gelijktijdig af te wikkelen (IAS 32.42). Voor de verwerking in het kasstroomoverzicht wordt aangegeven dat een rekening-courant met een negatief saldo bij een bank niet als onderdeel van de financieringsactiviteiten wordt beschouwd als een dergelijk rekening-courantsaldo deel uitmaakt van het *cash management* van de onderneming dat bijvoorbeeld blijkt uit fluctuerende positieve en negatieve rekening-courantsaldi (IAS 7.8).

Daarom hebben we als eerste de relatie tussen de liquide middelen volgens de balans en de liquide middelen volgens het kasstroomoverzicht onderzocht. In dit verband hebben we bekeken of het in de balans gehanteerde begrip liquide middelen volgens de toelichting in de jaarrekening alleen liquide middelen met de drie kenmerken van liquide middelen in kasstroomoverzicht bevat, namelijk: onmiddellijk beschikbaar, zonder risico van waardeveranderingen en maximaal drie maanden uitstaand. Onze bevindingen staan in tabel 3.

Gezien de hiervoor genoemde verschillen in de definitie is het opmerkelijk dat twee derde van de onderne-

**Tabel 3 Samenstelling balanspost liquide middelen**

	n	%
Balanspost Liquide middelen voldoet aan drie kenmerken - onmiddellijk beschikbaar, zonder risico van waardeveranderingen en maximaal drie maanden uitstaand:		
Ja	34	68
Nee	11	22
Geen nadere informatie opgenomen	5	10
Totaal	50	100

**Tabel 4 Samenstelling balanspost liquide middelen**

	n	%
Onder Schulden is opgenomen een rekening-courant banken:		
Ja	24	48
Nee	26	52
Totaal	50	100
Indien Ja, mutaties rekening-courant banken worden in kasstroomoverzicht gepresenteerd:		
Onder operationele kasstromen (mutatie werkkapitaal)	0	0
Onder financieringskasstromen	5	21
Anders	19	79
Totaal	24	100

mingen in hun jaarrekening bij de balanspost liquide middelen dezelfde definitie toepast als in het kasstroomoverzicht wordt gehanteerd. In de andere jaarrekeningen worden verschillende situaties toegelicht waarbij de op de balans gepresenteerde liquide middelen niet onmiddellijk beschikbaar zijn vanwege onder andere valutabeperkingen in bepaalde landen of bestedingsbepalingen van bepaalde liquide middelen.

Vervolgens hebben we bekeken of in de balans onder de schulden een rekening-courant met banken is opgenomen, en waar in het kasstroomoverzicht mutaties in die rekening-courant worden gepresenteerd. Zie tabel 4.

Allereerst valt op dat 26 van de 50 ondernemingen (52%) geen rekening-courant schuld aan banken laten zien. Nadere onderverdeling naar bedrijfstak en land van herkomst levert geen bijzondere verschillen op. In 19 van de 24 jaarrekeningen (79%) waarin de onderneming wél een rekening-courantschuld aan een bank opneemt, wordt deze schuld in het kasstroomoverzicht gepresenteerd als onderdeel van de liquide middelen. Dit past in de situatie voor rekening-courantschulden aan banken die een integraal onderdeel vormen van het *cash management* van de onderneming, zoals beschreven in IAS 7.8

We hebben onderzocht of het saldo liquide middelen in het kasstroomoverzicht ultimo verslagjaar al dan niet gelijk is aan het saldo liquide middelen in de balans ultimo verslagjaar. Indien dat niet het geval is, hebben we tevens onderzocht of de samenstelling van het saldo liquide middelen is toegelicht in overeenstemming met IAS 7.45. Zie tabel 5.

De verschillen tussen de liquide middelen in het kasstroomoverzicht en in de balans worden met name ver-

**Tabel 5 Toelichting samenstelling liquide middelen ultimo verslagjaar**

	n	%
Stand liquide middelen kasstroomoverzicht = Balanspost liquide middelen balans:		
Ja	31	62
Nee	19	38
Totaal	50	100
Indien Nee, is samenstelling liquide middelen uitgesplitst dan wel toegelicht:		
Ja	18	95
Nee	1	5
Totaal	19	100

oorzaakt door de eerder genoemde rekening-courant-schulden aan banken. Daarnaast zijn er enkele ondernemingen die een deel van hun liquide middelen in hun jaarrekening opnemen onder beëindigde bedrijfsactiviteiten. Hierover meer in paragraaf 3.8.

Bij alle ondernemingen hebben we in het kasstroomoverzicht bij de aansluiting van het begin- en eindsaldo van de liquide middelen door de gedurende het boekjaar gerealiseerde operationele, investerings- en financieringskasstromen ook wisselkoersverschillen aangetroffen. Ten opzichte van het gemiddelde van de begin- en eindstand aan liquide middelen bedraagt de omvang daarvan als weergegeven in tabel 6.

Uit tabel 6 blijkt dat bij enkele ondernemingen forse wisselkoersverschillen in de kasstroomoverzichten voorkomen. Deze wisselkoersverschillen komen weliswaar niet voort uit 'kasstromen', maar hebben wél impact op de aansluiting tussen het begin- en eindsaldo aan liquide middelen en daarmee op het "kas-generend" vermogen van de onderneming in haar presentatievaluta.

**Tabel 6 Omvang wisselkoersverschillen in kasstroomoverzicht**

x = Wisselkoersverschil ten opzichte van gemiddeld saldo liquide middelen (in %)	n	%
$x < -10\%$	3	6
$-10\% < x < -5\%$	1	2
$-5\% < x < 0$	3	6
0	11	22
$0 < x < +5\%$	23	46
$+5\% < x < +10\%$	4	8
$x > +10\%$	5	10
Totaal	50	100

Overigens ligt de mediaan van de 50 ondernemingen op 1%, hetgeen we een zeer beperkt effect mogen noemen. De extremen (zowel kleiner dan  $-10\%$  als groter dan  $+10\%$ ) zien we vrijwel uitsluitend bij productieondernemingen.

### 3.3 Grondslagen kasstroomoverzicht

We hebben onderzocht in hoeverre de ondernemingen in hun jaarrekening grondslagen voor de opstelling van hun kasstroomoverzicht opnemen. Daarbij kan in het bijzonder worden gedacht aan de keuze voor de toepassing van de directe dan wel indirecte methode bij de operationele kasstroom (in overeenstemming met IAS 7.18). Voorts onderzochten we de vermelding van de grondslagen met betrekking tot ontvangen en betaalde interest en van ontvangen dividend als operationele, investerings- dan wel financieringskasstroom, de classificatie van betaald dividend als operationele dan wel financieringskasstroom (in overeenstemming met IAS 7.31-34), en de classificatie van betaalde en ontvangen winstbelasting als operationele, investerings- dan wel financieringskasstroom (in overeenstemming met IAS 7.35-36). AFM (2013) heeft een vergelijkbaar onderzoek van de toegepaste grondslagen gedaan onder de jaarrekeningen over 2012 van 46 Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De uitkomsten van dit onderzoek hebben we ter vergelijking in tabel 7 toegevoegd.

Wat opvalt is dat in maar acht van de 50 jaarrekeningen (16%) een grondslag is opgenomen met betrekking tot de gemaakte keuzes bij het opstellen van de kasstroomoverzichten. De ter vergelijking opgenomen 2012 kolom betreft overigens alleen jaarrekeningen van Nederlandse ondernemingen. Of hier een belangrijk verschil tussen Nederlandse ondernemingen en andere Europese ondernemingen bestaat, is door ons op basis van ons onderzoek niet vast te stellen.

### 3.4 Toepassing keuzemogelijkheden

In aanvulling op 3.3 hebben we de keuzes onderzocht die de ondernemingen maken met betrekking onderwerpen waar IAS 7 aan de onderneming opties biedt, namelijk: eerste regel kasstroomoverzicht (bij keuze voor indirecte methode voor operationele activiteiten),

**Tabel 7 Vermelding grondslagen opstellen kasstroomoverzicht**

Vermelding grondslag met betrekking tot:	2015		2012
	n	%	%
Directe of indirecte methode operationele kasstromen	8	16	65
Classificatie van ontvangen en betaalde interest	8	16	35
Classificatie van ontvangen dividend	7	14	11
Classificatie van betaald dividend	5	10	26
Classificatie van winstbelastingen	3	6	22

**Tabel 8 Toepassing keuzemogelijkheden kasstroomoverzicht**

	2015		2012	2010
	n	%	%	%
Eerste regel kasstroomoverzicht:				
- Nettoresultaat	30	61	53	
- Resultaat voor belastingen	12	25	27	
- Resultaat voor belastingen en interest	7	14	17	
- Anders	0	0	3	
- Totaal	49	100	100	
Classificatie betaalde interest:				
- Operationeel	30	60	83	51
- Investing	0	0	9	0
- Financiering	15	30	13	25
- Afzonderlijk onderaan het kasstroomoverzicht of in de toelichting, zonder duidelijke classificatie	1	2	0	9
- Niet vermeld/niet van toepassing	4	8	0	15
- Totaal	50	100	105	100
Classificatie ontvangen interest:				
- Operationeel	28	56	72	48
- Investing	13	26	17	19
- Financiering	2	4	7	5
- Afzonderlijk onderaan het kasstroomoverzicht of in de toelichting, zonder duidelijke classificatie	1	2	0	8
- Niet vermeld/niet van toepassing	6	12	4	20
- Totaal	50	100	100	100
Classificatie ontvangen dividend:				
- Operationeel	25	50	24	45
- Investing	14	28	15	23
- Financiering	0	0	2	0
- Afzonderlijk onderaan het kasstroomoverzicht of in de toelichting, zonder duidelijke classificatie	0	0	0	4
- Niet vermeld/niet van toepassing	11	22	59	28
- Totaal	50	100	100	100
Classificatie betaald dividend:				
- Operationeel	0	0	2	0
- Financiering	49	98	80	99
- Aparte categorie	0	0	0	1
- Niet vermeld/niet van toepassing	1	2	18	0
- Totaal	50	100	100	100
Classificatie betaalde / ontvangen winstbelasting:				
- Operationeel	45	90		
- Investerings	0	0		
- Financiering	0	0		
- Afzonderlijk onderaan het kasstroomoverzicht of in de toelichting, zonder duidelijke classificatie	3	6		
- Niet vermeld/niet van toepassing	2	4		
- Totaal	50	100		

en classificatie van ontvangen en betaalde interest, dividend en winstbelastingen. Daarbij passen allereerst enkele kanttekeningen.

De eerste kanttekening betreft dat slechts één onderneming (2%) de directe methode bij het presenteren van de operationele kasstromen toepast. Bij de 49 ondernemingen die de indirecte methode toepassen hebben we gekeken naar de post uit de winst-en-verliesrekening waarmee zij hun kasstroomoverzicht starten, omdat de IFRS daarvoor niets anders bepalen dan dat dit resultaat voor de posten zonder kasstromen moet worden gecorrigeerd (IAS 7.18).

We hebben onze bevindingen in tabel 8 vergeleken met het onderzoek van AFM (2013) waarin 2012 jaarrekeningen zijn onderzocht en van Backhuijs en Knoops (2011) waarin 2010 jaarrekeningen zijn onderzocht. AFM (2013) tekent aan dat sommige ondernemingen een bepaalde post in meer dan een categorie presenteren en dat het totaal daardoor meer is dan 100%, bijvoorbeeld ten aanzien van de classificatie van betaalde interest. Bij het vergelijken met het onderzoek van Backhuijs en Knoops (2011), gebruiken we de uitkomsten die zij presenteren exclusief financiële instellingen.

Bij de vergelijkende cijfers in tabel 8 past voorts de aantekening dat Backhuijs en Knoops (2011) niet de eerste regel van het kasstroomoverzicht hebben onderzocht, en dat AFM (2013) en Backhuijs en Knoops (2011) niet de classificatie van de betaalde (of eventueel ontvangen) winstbelasting in het kasstroomoverzicht hebben onderzocht.

Bij onze inventarisatie van de toepassing van keuzemogelijkheden hebben we een grote diversiteit in de praktijk aangetroffen.

Met betrekking tot de eerste regel van de operationele kasstromen bij toepassing van de indirecte methode hanteert de meerderheid (dat wil zeggen 30 van de 49 ondernemingen; 61%) het nettoresultaat. Een kleine groep van zeven ondernemingen (14%) start met de winst vóór belastingen en interest. Van deze zeven ondernemingen zijn er zes afkomstig uit het Verenigd Koninkrijk, dat wil zeggen 35% van de ondernemingen uit dat land in de populatie kiezen voor deze presentatiewijze.

Voorts merken we op dat 30 van de 50 ondernemingen (60%) de betaalde interest als operationele kasstroom presenteren. Van de 15 ondernemingen (30%) die de betaalde interest als financieringskasstroom presenteren, gebeurt dat relatief vaak in de jaarrekening van ondernemingen in de bedrijfstakken energie, nutsvoorzieningen en (tele)communicatie, en relatief weinig bij handelsondernemingen.

De ontvangen interest en het ontvangen dividend worden in een kleine meerderheid van de jaarrekeningen als operationele kasstromen getoond, terwijl het be-

taalde dividend altijd als financieringskasstroom wordt gepresenteerd. Hierin zijn geen opvallende onderscheidingen per bedrijfstak of land van herkomst vast te stellen.

Ook de betaalde dan wel ontvangen winstbelasting wordt heel vaak, door 45 van 50 ondernemingen (90%), als operationele kasstroom opgenomen. Dit is opvallend gezien de eis van de IFRS die kasstroom onder investerings- dan wel financieringsactiviteiten onder te brengen indien de betaalde dan wel ontvangen winstbelasting specifiek toerekenbaar is (IAS 7.35).

### 3.5 Kasstromen vanwege investeringen in vaste activa

We hebben de investeringskasstromen geanalyseerd en zijn hierbij begonnen met kasstromen vanwege investeringen in immateriële en materiële vaste activa. Hierbij hebben we als eerste bekeken of de kasuitgaven vanwege investeringen in immateriële en materiële vaste activa afzonderlijk in het kasstroomoverzicht zijn opgenomen. Indien de beide kasstromen niet afzonderlijk zijn opgenomen, hebben we vervolgens aan de hand van de mutatieoverzichten van de immateriële en materiële vaste activa onderzocht of de investeringen in een van beide categorieën vaste activa minder dan 10% van het totale bedrag aan investeringen in beide categorieën bedroegen. Aan de hand van dit door ons gehanteerde 10%-criterium hebben we in ons onderzoek het onderscheid van ‘belangrijke groepen’ (*major classes*) van kasstromen in IAS 7.21 concreet gemaakt. Daarbij tekenen we aan dat het percentage 10 niet in alle omstandigheden het subjectieve begrip ‘belangrijk’ adequaat hoeft in te vullen.

Onze bevindingen staan in tabel 9.

Ongeveer de helft van de ondernemingen presenteert de investeringskasstromen uit hoofde van immateriële respectievelijk materiële activa afzonderlijk. Van de ondernemingen die dat niet doen, ondanks het feit dat beide categorieën volgens de mutatieoverzichten groter dan 10% van het totaal zijn, zijn relatief veel ondernemingen afkomstig uit Frankrijk.

**Tabel 9 Afzonderlijke presentatie kasstromen investeringen (im)materiële vaste activa**

	n	%	n	%
Afzonderlijke presentatie kasstromen uit hoofde van investeringen in immateriële en materiële vaste activa:				
Ja			23	46
Nee, investeringen in één van beide < 10% van totaal	9	18		
Nee, investeringen in één van beide > 10% van totaal	17	34		
Onbekend	1	2		
Nee, totaal			27	54
Totaal			50	100



**Tabel 10** Vergelijking investeringen volgens mutatieoverzichten en kasstroomoverzicht

	n	%	n	%
<b>x = (Investerings in Immateriële vaste activa volgens mutatieoverzicht -/- Investerings in Immateriële vaste activa volgens kasstroomoverzicht) / (Investerings in Immateriële vaste activa volgens kasstroomoverzicht) in %:</b>				
x > 10%, met toelichting	0	0		
x > 10%, zonder toelichting	4	17		
10% > x > 0%	5	22		
x = 0%	9	39		
0% < x < -/-10%	1	4		
-/-10% > x, met toelichting	0	0		
-/-10% > x, zonder toelichting	4	17		
<b>Totaal</b>			23	100
<b>x = (Investerings in Materiële vaste activa volgens mutatieoverzicht -/- Investerings in Materiële vaste activa volgens kasstroomoverzicht) / (Investerings in materiële vaste activa volgens kasstroomoverzicht) in %:</b>				
x > 10%, met toelichting	1	4		
x > 10%, zonder toelichting	4	18		
10% > x > 0%	7	32		
x = 0%	3	14		
0% < x < -/-10%	7	32		
-/-10% > x, met toelichting	0	0		
-/-10% > x, zonder toelichting	0	0		
<b>Totaal</b>			22	100
<b>x = (Investerings in Immateriële en Materiële vaste activa volgens mutatieoverzichten -/- Investerings in Immateriële en Materiële vaste activa volgens kasstroomoverzicht) / (Investerings in Immateriële en Materiële vaste activa volgens kasstroomoverzicht) in %:</b>				
x > 10%, met toelichting	0	0		
x > 10%, zonder toelichting	5	19		
10% > x > 0%	10	38		
x = 0%	2	8		
0% < x < -/-10%	9	35		
-/-10% > x, met toelichting	0	0		
-/-10% > x, zonder toelichting	0	0		
<b>Totaal</b>			26	100

Met gebruikmaking van het volgens tabel 9 gemaakte onderscheid in afzonderlijke dan wel gezamenlijke presentatie van investeringskasstromen vergelijken we daarna de investeringen volgens de mutatieoverzichten van immateriële en materiële vaste activa met de gepresenteerde kasstromen uit hoofde van deze investeringen. Daarbij nemen we alleen die investeringen in de mutatieoverzichten mee die zijn gepresenteerd als investeringen in de desbetreffende activa. Derhalve zijn toenames van die activa als gevolg van bijvoorbeeld overnames en omrekeningsverschillen niet inbegrepen. In deze vergelijking van investeringen volgens de mutatieoverzichten en volgens het kasstroomoverzicht

zijn we er vooral in geïnteresseerd of de geïnvesteerde bedragen exact aan elkaar gelijk zijn, en of een verschil van meer dan 10% al dan niet wordt toegelicht. Indien de investeringen volgens de mutatieoverzichten en het kasstroomoverzicht exact aan elkaar gelijk zijn, acht AFM (2013) het niet waarschijnlijk dat de investeringen volgens het kasstroomoverzicht daadwerkelijke kasstromen representeren, bijvoorbeeld als gevolg van investeringscrediteuren. Voor wat betreft het toelichten van verschillen die groter dan 10% zijn, zijn we vooral geïnteresseerd in de toelichting over investeringen die geen kasstromen vereisen (in overeenstemming met IAS 7.43). Het door ons gehanteerde percentage

van 10 is hierbij een invulling van het subjectieve begrip ‘materieel’ voor het al dan niet geven van informatie. Dat betekent dat het percentage 10 niet in alle omstandigheden het subjectieve begrip ‘materieel’ adequaat hoeft in te vullen.

Onze bevindingen zijn weergegeven in tabel 10.

In tabel 10 vallen enkele punten op. Allereerst, dat het bedrag aan investeringen in immateriële en materiële vaste activa volgens het kasstroomoverzicht slechts in een beperkt aantal gevallen belangrijk afwijkt van het bedrag volgens de mutatieoverzichten (waarbij we ‘belangrijk’ definiëren als meer dan 10%). Voorts is opvallend dat in de gevallen waarin de investeringen volgens het kasstroomoverzicht meer dan 10% afwijken van de investeringen volgens de mutatieoverzichten een nadere toelichting dikwijls ontbreekt. Tenslotte valt op dat in ongeveer een kwart van de gevallen het bedrag aan investeringen volgens het kasstroomoverzicht precies gelijk is aan dat bedrag volgens de mutatieoverzichten. Dit zou betekenen dat noch aan het begin, noch aan het einde van het boekjaar er crediteuren vanwege investeringen in vaste activa zijn. Of dit altijd zo is, hebben we niet kunnen onderzoeken. Overigens zij vermeld dat de AFM (2013) dit in 30% van de (Nederlandse) jaarrekeningen aantrof.

### 3.6 Kasstromen vanwege overnames en overdrachten van dochterondernemingen

We hebben de presentatie van kasstromen uit hoofde van investeringen in nieuwe dochterondernemingen onderzocht. Als eerste hebben we bekeken of de betaalde liquide middelen vanwege overnames en de ontvangen liquide middelen vanwege overdrachten van dochterondernemingen afzonderlijk dan wel gesaldeerd zijn opgenomen in het kasstroomoverzicht in overeenstemming met IAS 7.39 (zie tabel 11).

In het algemeen kan op basis van tabel 11 worden geconcludeerd dat 94% van de ondernemingen de door de IFRS verlangde informatie presenteren.

**Tabel 11 Presentatie kasstromen uit hoofde van verkregen en overgedragen dochterondernemingen**

	n	%
Afzonderlijke presentatie betaalde kasstromen vanwege verkregen en ontvangen kasstromen vanwege overgedragen dochterondernemingen:		
Nee	3	6
Beide nihil	5	10
Een van beide nihil	11	22
Ja	31	62
Totaal	50	100

Vervolgens hebben we van de 40 ondernemingen die in hun kasstroomoverzicht beide kasstromen afzonderlijk presenteren dan wel alleen verkregen dochterondernemingen presenteren, onderzocht of in de toelichting over de verkrijging van dochterondernemingen zijn vermeld de in totaal betaalde en te betalen vergoeding, de betaalde liquide middelen en de in de verkregen dochteronderneming aanwezige liquide middelen (in overeenstemming met IAS 7.40). Aan de hand daarvan hebben we ook de verhoudingen tussen deze bedragen berekend. Zie tabel 12.

Allereerst merken we op dat in zeven van de 50 onderzochte jaarrekeningen (14%) geen verkregen ondernemingen worden vermeld, en dat in 3 kasstroomoverzichten alleen het saldo van betaalde en ontvangen bedragen wordt vermeld. In de overige 40 jaarrekeningen wordt 12 keer (24%) niet de betaalde vergoeding gepresenteerd. Relatief vaak geven ondernemingen uit Frankrijk en Duitsland die informatie niet.

**Tabel 12 Kasstroominformatie bij verkregen dochterondernemingen**

	n	%
Geen gescheiden kasstromen	3	6
Geen verkregen dochterondernemingen vermeld	7	14
Vermelding betaalde vergoeding:		
- Nee	12	24
- Ja	28	56
Totaal met verkregen dochterondernemingen	40	80
Totaal	50	100
Aandeel liquide middelen in betaalde vergoeding (in %):		
$x > 110\%$	3	11
$100\% < x < 110\%$	3	11
$x = 100\%$	6	21
$90\% < x < 100\%$	10	36
$x < 90\%$	6	21
Totaal met verkregen dochterondernemingen en vermelding betaalde vergoeding	28	100
Vermelding in verkregen dochteronderneming(en) aanwezige liquide middelen:		
- Nee	22	55
- Ja	18	45
Totaal met verkregen dochterondernemingen	40	100
Aandeel aanwezige liquide middelen in betaalde vergoeding (in %):		
$x > 10\%$	5	28
$x < 10\%$	13	72
Totaal ondernemingen die in verkregen dochteronderneming(en) aanwezige liquide middelen vermelden	18	100

**Tabel 13 Kasstroominformatie bij overgedragen dochterondernemingen**

	n	%
Geen gescheiden kasstromen	3	6
Geen overgedragen dochterondernemingen	15	30
Vermelding ontvangen vergoeding:		
- Nee	14	28
- Ja	18	36
Totaal met overgedragen dochterondernemingen	32	62
Totaal	50	100
Aandeel liquide middelen in ontvangen vergoeding (in %):		
$x > 110\%$	0	0
$100\% < x < 110\%$	2	11
$x = 100\%$	10	55
$90\% < x < 100\%$	3	17
$x < 90\%$	3	17
Totaal met overgedragen dochterondernemingen en vermelding ontvangen vergoeding	18	100
Vermelding in overgedragen dochteronderneming(en) aanwezige liquide middelen:		
- Nee	23	72
- Ja	9	28
Totaal met overgedragen dochterondernemingen	32	100
Aandeel aanwezige liquide middelen in ontvangen vergoeding (in %):		
$x > 10\%$	1	11
$x < 10\%$	8	89
Totaal ondernemingen die in overgedragen ondernemingen aanwezige liquide middelen vermelden	9	100

Bij vergelijken van de betaalde vergoeding met de kasstroom vanwege overnames valt op dat beide bedragen weinig (21%) aan elkaar gelijk zijn, en dat de kasstroom meestal (57%) kleiner is dan de betaalde vergoeding. Oorzaak kan hier liggen bij vergoeding door bijvoorbeeld uitgifte van aandelen. Hiernaar hebben we geen nader onderzoek gedaan. Een andere oorzaak kan erin liggen dat het moment van betalen van liquide middelen in een ander jaar kan vallen dan het moment van verkrijgen van de dochteronderneming.

Van de 40 ondernemingen die een of meer dochterondernemingen hebben verkregen, vermelden slechts 18 (45%) het bedrag aan liquide middelen dat in de verkregen dochteronderneming aanwezig is. In het merendeel daarvan is dat bedrag minder dan 10% van de betaalde vergoeding.

Overigens hebben we niet kunnen onderzoeken of de

niet vermelde informatie van materieel belang is in het kader van de jaarrekening.

Daarnaast hebben we mutatis mutandis onderzocht of met betrekking tot overgedragen ondernemingen dezelfde informatie wordt gegeven, een en ander eveneens in overeenstemming met IAS 7.40. Zie tabel 13.

Allereerst merken we op dat in 15 van de 47 hierop nader onderzochte jaarrekeningen (32%) geen overgedragen ondernemingen worden vermeld, en dat in drie kasstroomoverzichten alleen het saldo van betaalde en ontvangen bedragen wordt vermeld. Van de overige 32 jaarrekeningen (62%) waarin wél het overdragen van dochterondernemingen wordt vermeld, wordt in 14 jaarrekeningen (28%) niet de (te) ontvangen vergoeding gepresenteerd. Bij het vergelijken van ontvangen vergoeding met ontvangen kasstroom is van belang dat het moment van ontvangen van deze liquide middelen in een ander jaar kan vallen dan het moment van overdragen van de dochteronderneming.

Van de 32 ondernemingen die een of meer dochterondernemingen hebben overgedragen, vermelden slechts 9 (28%) het bedrag aan liquide middelen dat in de overgedragen dochteronderneming aanwezig is.

Overigens hebben we niet kunnen onderzoeken of de niet vermelde informatie van materieel belang is in het kader van de jaarrekening.

### 3.7 Kasstromen in verband met financiering middels vreemd vermogen

We hebben de kasstromen uit hoofde van financiering door middel van vreemd vermogen nader onderzocht. De eerste vraag die daarbij voorligt, is of ondernemingen in hun kasstroomoverzicht de ingaande kasstromen uit hoofde van nieuwe schulden en de uitgaande kasstromen uit hoofde van aflossingen afzonderlijk presenteren (zie tabel 14).

Aan de hand van tabel 14 stellen we vast dat het overgrote deel van de ondernemingen (96%) de ingaande en uitgaande kasstromen uit hoofde van vreemd vermogen afzonderlijk in het kasstroomoverzicht opneemt.

**Tabel 14 Afzonderlijke presentatie in- en uitgaande kasstromen vanwege schulden**

	n	%
Presentatie kasstromen vanwege schulden in kasstroomoverzicht:		
In- en uitgaande kasstromen afzonderlijk gepresenteerd	48	96
In- en uitgaande kasstromen gesaldeerd gepresenteerd	2	4
Totaal	50	100

De volgende vraag betreft de relatie tussen de per saldo verandering van de schulden volgens de balans en de per saldo in- en uitgaande kasstromen volgens het kasstroomoverzicht, alsmede de omvang van het verschil van deze saldi en een eventuele toelichting indien de saldi meer dan 10% van elkaar verschillen. We benadrukken dat het door ons gehanteerde percentage van 110% respectievelijk 90% slechts een invulling is van het subjectieve begrip ‘materieel’ voor het al dan niet geven van informatie. Daarbij tekenen we aan dat dit percentage niet in alle omstandigheden het subjectieve begrip ‘materieel’ adequaat hoeft in te vullen. Voor de uitkomsten verwijzen we naar tabel 15.

Het valt ons op dat de verschillen tussen de mutaties van de schulden volgens de balans en de per saldo ontvangen dan wel betaalde schulden fors kunnen zijn. Zo zien we bij 40 van de 48 jaarrekeningen (83%) met informatie hierover een verschil van meer dan 10% van het per saldo ontvangen dan wel betaalde bedrag. In deze 40 jaarrekeningen treffen we in slechts 10 ervan (25%) een nadere toelichting over het verschil aan. Deze toelichting treffen we met name aan in jaarrekeningen van ondernemingen uit het Verenigd Koninkrijk en Duitsland en van ondernemingen in de bedrijfstak Energie, relatief weinig ondernemingen uit Frankrijk geven die nadere toelichting.

In dit verband is de komende wijziging van IAS 7 inzake de mutaties van schulden begrijpelijk. Deze wijziging van de IASB (2016) beoogt nader inzicht te geven in de financieringskasstromen volgens het kasstroomoverzicht uit hoofde van zowel de kasstromen

**Tabel 15 Verschillen tussen mutatie schulden volgens balans en kasstroomoverzicht**

	n	%
$x = (\text{Toename lang- en kortlopende schulden volgens balans}) / (\text{Ontvangen kasstromen uit hoofde van nieuwe schulden} \text{ -/ - Betaalde kasstromen uit hoofde van aflossingen}) \text{ in } \%$		
$x > 110\%$	18	38
$100 < x < 110\%$	3	6
$x = 100\%$	0	0
$100\% > x > 90\%$	5	10
$90\% > x > 0\%$	13	27
$0\% > x$	9	19
Totaal	48	100
Indien verschil $> 110\%$ of $< 90\%$ , toelichting opgenomen:		
Ja	10	25
Nee	30	75
Totaal	40	100

**Tabel 16 Presentatie van kasstromen van beëindigde bedrijfsactiviteiten**

	n	%
Presentatie van operationele, investerings- en financieringskasstromen uit hoofde van beëindigde bedrijfsactiviteiten:		
Geen beëindigde bedrijfsactiviteiten	39	78
Uitsluitend in de toelichting met drie afzonderlijke bedragen	3	6
Uitsluitend in de toelichting met nadere details van de drie afzonderlijke bedragen	0	0
In het kasstroomoverzicht op drie afzonderlijke regels	4	8
In het kasstroomoverzicht als een afzonderlijke kolom	0	0
In het kasstroomoverzicht bij de aansluiting van begin- en eindstand	4	8
Totaal	50	100

als de mutaties zonder kasstromen (IAS 7.44A). In dit verband zal van een onderneming worden vereist dat zij de volgende mutaties vermeldt: a) veranderingen uit hoofde van kasstromen, b) veranderingen als gevolg van de overname of overdracht van een dochteronderneming of andere activiteiten, c) het effect van omrekeningsverschillen, d) veranderingen in reële waarden, en e) overige mutaties (IAS 7.44B). Een dergelijke toelichting zal verplicht worden voor jaarrekeningen over verslagjaren die beginnen op of na 1 januari 2017. De verwachting is dat de Europese Unie vóór die tijd deze aanpassing van IAS 7 zal hebben goedgekeurd. In ons onderzoek hebben we de vroegtijdige toepassing van deze aanpassing niet in een van de onderzochte jaarrekeningen aangetroffen.

### 3.8 Kasstromen uit beëindigde bedrijfsactiviteiten

Als laatste onderdeel hebben we presentatie van kasstromen en saldi aan liquide middelen uit hoofde van beëindigde bedrijfsactiviteiten onderzocht. De IFRS laten ruimte voor verschillende presentatiewijzen van de kasstromen uit hoofde van dergelijke beëindigde bedrijfsactiviteiten behalve dat de kasstromen uit hoofde van de operationele, investerings- en financieringsactiviteiten afzonderlijk worden gepresenteerd hetzij in de primaire overzichten hetzij in de toelichting (IFRS 5.33 onder c.). In de door ons onderzochte jaarrekeningen zijn we de in tabel 16 opgenomen presentatiewijzen nagegaan.

Op basis van ons onderzoek stellen we vast dat drie mogelijkheden voor de presentatie van kasstromen uit beëindigde bedrijfsactiviteiten zich in de praktijk voordoen: in het kasstroomoverzicht zelf op drie afzonderlijke regels (vier van de 11 ondernemingen; 36%), in het kasstroomoverzicht bij de aansluiting van begin- en eindstand (eveneens vier van de 11 ondernemingen; 36%), en in de toelichting met drie afzonderlijke bedragen (drie van de 11 ondernemingen; 28%).

Voorts hebben we onderzocht waar het saldo van de li-

**Tabel 17 Presentatie van saldo liquide middelen van beëindigde bedrijfsactiviteiten**

	n	%
Presentatie van saldo liquide middelen uit hoofde van beëindigde bedrijfsactiviteiten die nog niet zijn overgedragen:		
Geen beëindigde en nog niet overgedragen bedrijfsactiviteiten	39	78
Afzonderlijk op de balans	0	0
Afzonderlijk in het kasstroomoverzicht	6	12
Uitsluitend in de toelichting	2	4
Niet vermeld	3	6
Totaal	50	100

**Figuur 1 Best practice Toelichting grondslagen kasstroomoverzicht: Koninklijke Philips NV, annual report 2015, p. 113****Note 1: Significant accounting policies**

(...)

**Specific choices within IFRS**

Sometimes IFRS allows alternative accounting treatments for measurement and/or disclosure. The most important of these alternative treatments are mentioned below.

(...)

**Cash flow statements**

Under IFRS, an entity shall report cash flows from operating activities using either the direct method (whereby major classes of gross cash receipts and gross cash payments are disclosed) or the indirect method (whereby profit or loss is adjusted for the effects of transactions of a non-cash nature, any deferrals or accruals of past or future operating cash receipts or payments, and items of income or expense associated with investing or financing cash flows). In this respect, the Company chose to prepare the cash flow statements using the indirect method. Furthermore, interest cash flows are presented in cash flows from operating activities rather than financing or investing cash flows, because they enter into the determination of profit or loss. The Company chose to present dividends paid to shareholders of Koninklijke Philips N.V. as a component of cash flows from financing activities, rather than to present such dividends as operating cash flows which is an allowed alternative under IFRS.

quide middelen van beëindigde bedrijfsactiviteiten die aan het einde van het boekjaar nog niet zijn overgedragen, zijn vermeld (zie tabel 17).

Van de 11 ondernemingen (22%) die aan het einde van het jaar nog niet overgedragen beëindigde bedrijfsactiviteiten hebben met daarin ook liquide middelen, presenteren zes ondernemingen (55%) het saldo van deze liquide middelen afzonderlijk in het kasstroomoverzicht. Twee ondernemingen (18%) presenteren dat saldo in de toelichting en drie andere ondernemingen (27%) geven geen nadere informatie over het saldo ervan. Of hiermee materiële informatie ontbreekt, hebben we niet kunnen vaststellen.

**3.9 Voorbeelden van 'best practice'**

Als voorbeeld van *best practice* met betrekking tot het kasstroomoverzicht laten we als eerste in figuur 1 een

passage over de grondslagen van het kasstroomoverzicht zien uit de jaarrekening van Philips. Philips legt daarin duidelijk de opties uit die de IASB haar geeft bij het kiezen van de grondslagen en de keuzes die Philips hierbij heeft gemaakt.

Als goed voorbeeld voor de relevante informatieverstrekking over de overname van een dochteronderneming presenteren we een noot uit de jaarrekening van RELX Group in figuur 2.

Ten slotte een goed voorbeeld van andere informatieverstrekking over kasstromen in figuur 3. Op duidelijke en overzichtelijke wijze worden de relevante kasstromen nader toegelicht.

**4 Samenvatting en conclusies**

We hebben het kasstroomoverzicht van een vijftigtal Europese beursgenoteerde ondernemingen op de volgende punten onderzocht:

- liquide middelen in balans versus kasstroomoverzicht;
- grondslagen kasstroomoverzicht; toepassing keuzemogelijkheden;
- kasstromen vanwege investeringen in vaste activa;
- kasstromen vanwege overnames en overdrachten van dochterondernemingen;
- kasstromen in verband met financiering middels vreemd vermogen;
- kasstromen uit beëindigde bedrijfsactiviteiten.

Circa twee derde van de ondernemingen hanteert in de balans en het kasstroomoverzicht dezelfde definitie voor liquide middelen. Bij de andere ondernemingen omvat de balanspost liquide middelen veelal geldmiddelen die niet onmiddellijk beschikbaar zijn, onder meer als gevolg van valutabeperkingen in bepaalde landen.

In bijna 80% van de gevallen waarin een onderneming een rekening-courantschuld aan een bank in de balans opneemt, wordt die schuld in het kasstroomoverzicht gepresenteerd als een component van de liquide middelen. Bij alle ondernemingen hebben we in het kasstroomoverzicht bij de aansluiting van het begin- en eindsaldo van de liquide middelen wisselkoersverschillen aangetroffen. In de meeste gevallen is de omvang echter beperkt.

De keuzes die ondernemingen maken ten aanzien van de opstelling van de kasstroom uit operationele activiteiten (directe versus indirecte methode) en de classificatie van ontvangen en betaalde interest, van ontvangen en betaald dividend en van winstbelastingen, wordt slechts sporadisch als grondslag vermeld.

Opvallend is dat slechts een onderneming kiest voor de directe methode bij het opstellen van de kasstroom uit operationele activiteiten, oftewel de methode die de voorkeur heeft van de IASB.

**Figuur 2 Best practice Toelichting op overname: RELX Group, annual report and financial statements 2015, p. 118**

### 13 Acquisitions

During the year a number of acquisitions were made for a total consideration of £178m (2014: £356m; 2013: £239m, after taking account of net cash acquired of £3m 2014: £9m; 2013: £14m). The net assets of the businesses acquired are incorporated at their fair value to the Group. Provisional fair values of the consideration given and of the assets and liabilities acquired are summarised below:

	Fairvalue 2015 £ m	Fairvalue 2014 £ m	Fairvalue 2013 £ m
Goodwill	100	240	157
Intangible assets	111	187	133
Property, plant and equipment	-	3	-
Current assets	9	21	9
Current liabilities	(23)	(91)	(21)
Borrowings	-	(20)	-
Deferred tax	(19)	(36)	(19)
<b>Net assets acquired</b>	<b>178</b>	<b>356</b>	<b>239</b>
<b>Consideration (after taking account of £3m 2014: £9m; 2013: £14m net cash acquired)</b>	<b>178</b>	<b>356</b>	<b>239</b>
Less: consideration deferred to future years	(20)	(8)	(36)
Less: acquisition date fairvalue of equity interest	-	(1)	(9)
<b>Net cash flow</b>	<b>158</b>	<b>347</b>	<b>194</b>

Goodwill, being the excess of the consideration over the net tangible and intangible assets acquired, represents benefits which do not qualify for recognition as intangible assets, including: the ability of a business to generate higher returns than individual assets; skilled workforces; and acquisition synergies that are specific to the Group. In addition, goodwill arises on the recognition of deferred tax liabilities in respect of intangible assets for which amortisation does not qualify for tax deductions.

The fair values of the assets and liabilities acquired in the last 12 months are provisional pending the completion of the valuation exercises. Final fair values will be incorporated in the 2016 consolidated financial statements. There were no significant adjustments to the provisional fair values of prior year acquisitions established in 2014.

The businesses acquired in 2015 contributed £22m to revenue, increased adjusted operating profit by £2m, decreased net profit by £6m and contributed a net cash outflow of £1 m from operating activities for the part year under the Group's ownership and before taking account of acquisition financing costs. Had the businesses been acquired at the beginning of the year, on a pro forma basis the Group revenues, adjusted operating profit and net profit attributable to parent companies' shareholders for the year would have been £6,005m, £1,825m and £1,010m respectively, before taking account of acquisition financing costs.

Het blijkt dat ongeveer de helft van de ondernemingen de investeringskasstromen uit hoofde van immateriële en materiële vaste activa afzonderlijk presenteert. Daarbij hebben we vastgesteld dat het investeringsbedrag in het kasstroomoverzicht slechts in een beperkt aantal gevallen substantieel afwijkt van het investeringsbedrag volgens de mutatieoverzichten van de betrokken balansposten. Als er sprake is van een substantiële afwijking blijft overigens een nadere toelichting dikwijls achterwege.

De presentatie en informatieverstrekking over kasstromen uit hoofde van overnames en overdrachten van dochterondernemingen laat een wisselend beeld zien.

Niet altijd wordt de informatie verstrekt die volgens de IASB noodzakelijk is voor het verkrijgen van inzicht in de gerealiseerde kasstromen. In het bijzonder de in de desbetreffende dochteronderneming aanwezige liquide middelen worden dikwijls gemist.

De in- en uitgaande kasstromen ten aanzien van schulden worden door bijna alle ondernemingen (96%) afzonderlijk gepresenteerd. De verschillen met de mutaties van de schulden volgens de balans kunnen echter fors zijn. In 83% van de gevallen is het verschil meer dan 10%. In slechts een op de vier jaarrekeningen wordt een dergelijk verschil nader toegelicht.

**Figuur 3 Best practice Toelichting op kasstromen: Deutsche Post, Annual report 2015, p. 181****CASH FLOW DISCLOSURES****47 Cash flow disclosures**

The cash flow statement is prepared in accordance with IAS 7. Statement of Cash Flows and discloses the cash flows in order to present the source and application of cash and cash equivalent. It distinguishes between cash flows from operating, investing and financing activities. Cash and cash equivalents are composed of cash, cheque and bank balances with a maturity of not more than three months, and correspond to the cash and cash equivalents reported on the balance sheet. The effects at currency translation and changes in the consolidated group are adjusted when calculating cash and cash equivalent.

Non-cash transactions were entered into in financial year 2015 which were not included in the cash flow statement in accordance with IAS 7.43 and 7.44. They related to 14 properties that were contributed to Deutsche Post Pensions Treuhand GmbH & Co. kg. Although income was recognised as a result of the contribution, no cash or cash equivalents were received.

**47.1 Net cash from operating activities**

Cash flows from operating activities are calculated by adjusting consolidated net profit/loss for tax expenses, net financial income/net financial costs and non-cash factors, as well as taxes paid, changes in provisions and in other non-current assets and liabilities (net cash from operating activities before changes in working capital). Adjustments for changes in working capital (excluding financial liabilities) result in net cash from or used in operating activities.

Net cash from operating activities rose from € 3,040 million to € 3,444 million in financial year 2015. despite the € 554 million decline in EBIT

The depreciation, amortisation and impairment losses contained in EBIT are non-cash effects and are therefore eliminated. They increased from € 1,381 million to € 1,665 million in the reporting year, primarily due to the impairment losses of € 310 million recognised in relation to NFE. The gains on the disposal of non-current assets of € 261 million are not included in net cash from operating activities in the cash flow statement. They have therefore been adjusted in the net income from the disposal of non-current assets and are presented instead in the cash flows from investing activities. This item includes the proceeds from the sale of the investments in Sinotrans and King's Cross, in particular.

Non-cash income and expenses, which increased EBIT by € 68 million but did not lead to a cash inflow, were also adjusted. In the previous year, at € 4 million non-cash income and expenses were markedly lower, due to the remeasurement of assets in particular. At € -495 million, the change in provisions declined by € 203 million year-on-year, above all because restructuring provisions in the Express division had been reversed in the previous year.

The change in current assets and liabilities led to a net cash inflow of € 788 million. In the previous year, the change in this item resulted in an outflow of € 23 million. The reduction in receivables and other current assets in the reporting year in particular made a significant contribution to this development.

**Non-cash income and expenses**

€ m	2014	2015
Expense from remeasurement of assets	127	60
Income from remeasurement of liabilities	-161	-140
Income from disposal of assets	0	-31
Staff costs relating to equity-settled share-based payment	30	37
miscellaneous	0	6
Non-cash income	-4	-68

**47.2 Net cash used in investing activities**

Cash flows from investing activities mainly result from cash received from disposals of non-current assets (divestitures) and cash paid for investments in non-current assets

Interest received from investing activities as well as cash inflows and outflows from changes in current financial assets are also included.

At € 1462 million, net cash used in investing activities was € 375 million higher than in the previous year. The significant item was the cash paid to acquire property, plant and equipment, and intangible assets, which was up € 354 million on the previous year, at € 2104 million. More than one-third of the investments were attributable to the Express division and related mainly to the maintenance of the aircraft fleet and expansion of the global and regional hubs in Leipzig, Cincinnati, Singapore, Brussels and East Midlands. Proceeds from the disposal of non-current assets had an offsetting effect, increasing from € 322 million to € 437 million. This included the proceeds from the sale of the investments in Sinotrans and King's Cross, amongst other things.

The cash inflow from the disposal of current financial assets declined by € 200 million. The purchase and sale of money market funds, in particular, had increased this item in the previous year, with a total cash inflow of € 400 million. This compares with a cash inflow of € 200 million in the reporting period from the sale of money market funds.

The assets acquired and liabilities assumed in the course of company acquisition undertaken in financial years 2015 and 2014 are presented below, in accordance with IAS 7.40 d. \* [Note 2](#)

€ m	2014	2015
Non-current assets	3	0
Current assets (excluding cash and cash equivalents)	11	0
Non-current provisions and liabilities	0	0
Current provisions and liabilities	9	0

**THE FOLLOWING TABLE SHOWS THE CALCULATION OF FREE CASH FLOW:**

Calculation of free cash flow

€ m	2014	2015
<b>Net cash from operating activities</b>	<b>3,040</b>	<b>3,444</b>
sale of property , plants and equipments and intangible assets	200	175
acquisition of property , plants and equipments and intangible assets	-1,750	-2,104
<b>cash outflow arising from change in property plants and equipments and intangible assets</b>	<b>-1,550</b>	<b>-1,929</b>
desposals of subsidiaries and other business units	4	15
desposals of investments accounted for using the equity method and other equity investments	0	223
acquisition of subsidiaries and other business units	-5	0
acquisition of investments accounted for using the equity method and other equity investments	-1	0
<b>cash outflow/inflow arising from acquisition/divestitures</b>	<b>-2</b>	<b>238</b>
interest recieved	45	47
interest paid	-188	-76
<b>Net interest paid</b>	<b>-143</b>	<b>-29</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1,345</b>	<b>1,724</b>

Free cash flow is considered to be an indicator of how much cash is available to the company for dividend payments for the repayment of debt

Free cash flow rose from € 1,345 million in the previous year to € 1,724 million In 2015 This is primarily attributable to the significant increaie in net cash from operating activities and cash inflows from the disposal of equity investments. Free cash flow was reduced due primarily to the increased amount of cash paid to acquire property, plant and equipment, and intangible assets.

**47.3 Net cash used in financial activities**

At €1,367 million, net cash used in financing activities was down by a substantial € 981million on the previous year.

The repayment of a bond in the previous year made a significant contribution of € 926 million towards repayments of non-current financial liabilities in the amount of € 1,030 million, compared with € 33 million in 2015. The largest payment item, the dividend payment to the shareholders of Deutsche Post AG., was up € 62 million on the previous year at € 1,030 million.

By contrast, there was a significant decline in interest paid: in the first quarter of 2015, interest rate swaps tor bonds were unwound, leading to a cash inflow. The accounting treatment of these inflows is the same as for the hedged item. For this reason, only small interest payments of € 76 million are reported for the year under review (previous year € 188 million).

**47.4 Cash and cash equivalents**

After adjustment for currency effects and the changes in cash and cash equivalents related to assets held for sale, the cash inflows and outflows described above produced cash and cash equivalents of € 3,608 million.\* Note 24. This represents a year-on-year increase of € 630 million

In het onderzoek komt naar voren dat de presentatie van kasstromen uit beëindigde bedrijfsactiviteiten in de praktijk op drie manieren plaatsvindt, namelijk in het kasstroomoverzicht zelf voor de operationele, investerings- respectievelijk financieringsactiviteiten, in het kasstroomoverzicht bij de aansluiting tussen begin- en eindstand en in de toelichting met voor iedere activiteitscategorïe een afzonderlijk bedrag.

Blijkens de onderzoeksresultaten is er nog ruimte voor verbetering, met name ten aanzien van de vermelding van de grondslagen die worden gehanteerd bij het opstellen van het kasstroomoverzicht en de

aansluiting van in het kasstroomoverzicht vermelde bedragen met bedragen in andere onderdelen van de jaarrekening. ■

Mr. drs. J.B. Backhuijs RA is senior-director vaktechnisch bureau PwC Accountants.

Prof. dr. R.G.A. Vergoossen RA is partner-aandeelhouder BDO Accountants & Adviseurs en hoogleraar Nyenrode Business Universiteit en Maastricht University.

Drs. N.A. de Vos RA is senior-manager BDO Accountants & Adviseurs.



## Literatuur

- Autoriteit Financiële Markten (2013). *Kasstroomoverzicht, Toezicht Financiële Verslaggeving*, Themaonderzoek 2013, oktober 2013. Geraadpleegd op file:///C:/Users/Gebbruiker/Downloads/kasstroomoverzicht%20(1).pdf.
- Autoriteit Financiële Markten (2015). *In Balans 2015, Rapportage over de financiële verslaggeving*, oktober 2015. Geraadpleegd op file:///C:/Users/Gebbruiker/Downloads/inbalans-2015.pdf.
- Backhuijs, J., & Knoop, C.D. (2011). Keuzes en alternatieven in de presentaties van de primaire overzichten onder IFRS. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 85(12): 589-609.
- European Financial Reporting Advisory Group (2015). *EFRAG Short Discussion Series: The Statement of Cash Flows – Issues for Financial Institutions*, juli 2015. Geraadpleegd op [http://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FEFRAG\\_SDS\\_The\\_Statement\\_of\\_Cash\\_Flows\\_Issues\\_for\\_Financial\\_Institutions.pdf](http://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FEFRAG_SDS_The_Statement_of_Cash_Flows_Issues_for_Financial_Institutions.pdf).
- European Securities and Markets Authority (2015). *Public Statement – European common enforcement priorities for 2015 financial statements*, oktober 2015. Geraadpleegd op [http://www.a-tvp.si/Documents/2015\\_1608\\_esma\\_public\\_statement\\_-\\_ecep\\_2015.pdf](http://www.a-tvp.si/Documents/2015_1608_esma_public_statement_-_ecep_2015.pdf)
- International Accounting Standards Board (2008). *IAS 7 Statement of cash flows*. London, mei 2008.
- International Accounting Standards Board (2016). *Narrow scope amendment to IAS 7, Statement of cash flows*. London, februari 2016.
- Nobes, C. (2008). Accounting classification in the IFRS era. *Australian Accounting Review*, 18: 191-198.

## Bijlage Onderzochte ondernemingen uit FTSEurofirst 100 van FTSE Russell per 31 maart 2016

Naam onderneming	Bedrijfstak	Land van herkomst
Air Liquide	Productie	Frankrijk
Airbus Groupe SE	Productie	Frankrijk
Anheuser-Busch InBev	Productie	België
ASML Holding	Productie	Nederland
AstraZeneca	Productie	Verenigd Koninkrijk
BASF	Productie	Duitsland
Bayer AG	Productie	Duitsland
BHP Billiton	Productie	Verenigd Koninkrijk
BMW	Productie	Duitsland
BP	Energie	Verenigd Koninkrijk
British American Tobacco	Productie	Verenigd Koninkrijk
BT Group	(Tele)communicatie	Verenigd Koninkrijk
Compass Group	Dienstverlening	Verenigd Koninkrijk
Daimler	Productie	Duitsland
Danone	Productie	Frankrijk
Deutsche Post	Dienstverlening	Duitsland
Deutsche Telekom	(Tele)communicatie	Duitsland
Diageo	Productie	Verenigd Koninkrijk
Enel	Energie	Italië
Fresenius	Productie	Duitsland
GlaxoSmithKline	Productie	Verenigd Koninkrijk
Glencore	Productie	Verenigd Koninkrijk
Iberdrola	Energie	Spanje
Imperial Brands	Productie	Verenigd Koninkrijk
Inditex	Handel	Spanje
Linde	Productie	Duitsland

Naam onderneming	Bedrijfstak	Land van herkomst
L'Oreal	Handel	Frankrijk
LVMH	Handel	Frankrijk
National Grid	Nutsvoorzieningen	Verenigd Koninkrijk
Nokia	(Tele)communicatie	Finland
Orange	(Tele)communicatie	Frankrijk
Pernod Ricard	Handel	Frankrijk
Philips NV	Productie	Nederland
Reckitt Benckiser Group	Handel	Verenigd Koninkrijk
Reed Elsevier / RELX	Dienstverlening	Verenigd Koninkrijk
Rio Tinto	Productie	Verenigd Koninkrijk
SABMiller	Productie	Verenigd Koninkrijk
Sanofi	Productie	Frankrijk
SAP	Dienstverlening	Duitsland
Schneider Electric	Productie	Frankrijk
Shell	Energie	Nederland
Shire	Productie	Verenigd Koninkrijk
Siemens	Productie	Duitsland
Telefonica	(Tele)communicatie	Spanje
Total	Energie	Frankrijk
Unilever	Productie	Nederland
Vinci	Nutsvoorzieningen	Frankrijk
Vivendi	Dienstverlening	Frankrijk
Vodafone	(Tele)communicatie	Verenigd Koninkrijk
WPP	Dienstverlening	Verenigd Koninkrijk