

# Beheersing van kasstromen en werkkapitaal met prestatie maatstaven

Willem van Barneveld en André Dorsman

**SAMENVATTING** In een tijd van krappe financieringslijnen staat het kasstroom- en werkkapitaalbeheer hoog aangeschreven. Het meten en managen van kasstromen is echter geen sinecure. Er zijn dan ook verscheidene prestatie maatstaven voor ontwikkeld, waarvan de vrije kasstroom en EVA® de bekendste zijn.<sup>1</sup> Veranderingen in werkkapitaal vormen een belangrijk onderdeel van de kasstroom. Eenzijdige gerichtheid op kosten, winst, activiteiten, kortetermijneffecten en interest moet hier voorkomen worden. De gecombineerde prestatie maatstaven voor de basiselementen van het werkkapitaal – debiteuren, crediteuren en voorraden – zijn welbekend. Deze maatstaven oriënteren zich op concepten van de operationele cyclus en de kascyclus. Om het belang van maatstaven voor de kasstroom en het werkkapitaalbeheer voor financier en onderneming aan te geven, ontwikkelen we een raamwerk. We vullen het raamwerk in met behulp van een voorbeeld. Weliswaar is ons raamwerk geen algemeen geldig instrument, maar het biedt handvatten om het kasstroom- en werkkapitaalbeheer te versterken. Op deze manier kunnen bedrijven en hun financiers beter op elkaars behoeften inspelen.

**RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK** We ontwikkelen een raamwerk waarin prestatie maatstaven voor kasstromen, speciaal die rondom kernelementen van het werkkapitaal (voorraden, debiteuren en crediteuren), een eigen plaats krijgen. Bedrijven en hun financiers krijgen daarmee handvatten aangereikt om hun activiteiten op elkaar af te stemmen.

## 1 Inleiding

In de crisisperiode waren er nogal wat bedrijven die niet meer aan de eisen van hun financiers konden voldoen, of de grenzen van hun ‘convenanten’ zagen naderen. In bepaalde gevallen bleken die grenzen nog wel wat op te rekken of konden financiers voor aanvullende middelen zorgen. Echter, elders zagen bedrijven zich gedwongen om te snoeien in bedrijfsplannen, activiteiten af te stoten, of zelfs te stoppen. Om middelen

vrij te maken werd uitdrukkelijk gekeken naar de kasstroom. Daarbij kreeg het werkkapitaal bijzondere aandacht, omdat hier ‘quick wins’ te realiseren zouden kunnen zijn. Alhoewel dat niet altijd bleek mee te vallen, werd de waarde van aandacht voor de kasstroom, in het bijzonder die rondom het werkkapitaal, in veel studies wel aangetoond. Daarbij is het van belang dat de aandacht gestuurd wordt vanuit een doordacht geheel van prestatie maatstaven. In dit opzicht is er sprake van een tekort aan academisch onderzoek (Viskari, Lukkari & Kärri, 2011).

Dit artikel gaat over prestatie maatstaven waarmee bedrijven en hun financiers handzaam kunnen werken. In paragraaf 2 wordt geopend met maatstaven voor beheersing van de vrije kasstroom en de economische winst. Daarna wordt in paragraaf 3 de aandacht gericht op mogelijke visies bij de beheersing van het werkkapitaal. In paragraaf 4 gaat het vervolgens over drie kernelementen van het werkkapitaal: voorraden, debiteuren en crediteuren. In paragraaf 5 wordt een overzicht gegeven van specifieke werkkapitaalmaatstaven. Het raamwerk dat op deze manier ontstaat, wordt in paragraaf 6 uitgewerkt met een praktijkgericht voorbeeld. Zoals wordt beargumenteerd in paragraaf 7, biedt het raamwerk weliswaar geen algemeen geldig instrument. Het raamwerk kan bedrijven en hun financiers echter wel helpen beter op elkaars behoeften in te spelen.

## 2 Beheersing van kasstromen

De administraties van ondernemingen zijn gericht op het berekenen van de winst. Dat is niet zo vreemd, want er rust een wettelijke verplichting op het jaarlijks verstrekken van de balans en winst-en-verliesrekening. Hoewel er ook een verplichting bestaat tot het verstrekken van een kasstroomoverzicht, wordt aan dit laatste doorgaans minder aandacht besteed. Het sturen op kasstromen kreeg zeker vroeger minder aandacht dan het sturen op winst. Zolang er sprake is van een gematigde groei is daar ook minder reden toe. Bij gelijkmatige groei zijn de investeringen in werkkapitaal beperkt

en zijn de investeringen in vaste activa niet veel groter dan de afschrijvingen. Anders is het gesteld wanneer er sprake is van stevige groei of wanneer de economie behoorlijk verslechtert. In het geval van stevige groei zijn de investeringsuitgaven in werkkapitaal en vaste activa (minus afschrijvingen) doorgaans fors, waardoor de vrije kasstroom negatief beïnvloed wordt. Hierbij is de vrije kasstroom de kasstroom die de vermogensverschaffers van de onderneming ter beschikking staat. In het geval de economie behoorlijk verslechtert, richt de aandacht zich niet op het maken van winst, maar op het overleven van de onderneming. Immers, solvabiliteitsproblemen ontstaan niet doordat er geen winst wordt gemaakt, maar door het gebrek aan financiële middelen om de schulden te voldoen. Het is dan ook begrijpelijk dat in tijden van financiële moeilijkheden de kasstroom meer de aandacht krijgt en dat investeringen in vaste activa worden uitgesteld en naar investeringen in het werkkapitaal kritisch worden bekeken. Sinds de crisis van 2007/2008 zien wij dan ook een verhoogde aandacht voor het werkkapitaal. Met andere woorden, in tijden van financiële nood is de aandacht gericht op de (kortetermijn)kaspositie. Gaat het weer wat beter met de organisatie, dan wordt deze focus weer verlegd. In goede tijden verslapt zelfs de aandacht voor het werkkapitaal omdat er geen gebrek is aan het verkrijgen van liquiditeit op korte termijn en omdat men probeert de perspectieven die er in de gunstige situatie zijn zo goed mogelijk te benutten. Omzetgroei (en daarmee het benutten van kansen) krijgt dan meer de aandacht. In accountingtermen: de aandacht is weer gericht op het maken van winst.

Traditioneel wordt onder de kasstroom (cash flow) de nettowinst plus afschrijvingen verstaan. De beperking van deze kasstroomberekening is dat er geen rekening wordt gehouden met investeringen. Daarnaast is de hoogte van de aldus berekende kasstroom tevens afhankelijk van de vermogensstructuur. Immers, bij de berekening van de nettowinst is interest op leningen een kostenpost. Als een onderneming zijn activiteiten beheerst aan de hand van deze 'boekhoudkundige' kasstroom, zal de gekozen vermogensstructuur zodoende het overzicht vertroebelen. Een betere kasstroomindicator is derhalve nettowinst plus afschrijvingen<sup>2</sup> plus netto betaalde interest<sup>3</sup>, de zogenaamde kasstroom op winstbasis.

De kasstroom op winstbasis is onafhankelijk van de vermogensstructuur, maar houdt geen rekening met de investeringsuitgaven. In twee stappen komen wij tot de vrije kasstroom, waarin ook de investeringen zijn verwerkt. In de eerste stap, bepaling van de kasstroom op operatiebasis, wordt gecorrigeerd voor investeringen in het geïnduceerd nettowerkkapitaal en in de tweede stap, bepaling van de vrije kasstroom, voor investeringen in vaste activa.<sup>4</sup> Onder geïnduceerd nettowerkkapitaal verstaan wij het werkkapitaal dat geïnduceerd wordt door de omzet, zoals debiteuren, voorraden en crediteuren. Hieronder vallen niet de financiële relaties zoals het rekening-courant-krediet bij de bank en het kortetermijnbankkrediet. Het rekening-courant-krediet is meestal een restpost en te klein om in de analyse mee te nemen. Het bankkrediet is autonoom vermogen en wordt niet – direct – geïnduceerd door de omzet. Er dienen met de bank aparte afspraken over dit krediet te worden gemaakt. Bij crediteuren ligt de levering van goederen of diensten aan de basis en ontstaat de post crediteuren omdat de betaling na-ijlt op de levering van de goederen of diensten. De aldus berekende vrije kasstroom staat ter beschikking van de vermogensverschaffers van de onderneming. Uit deze vrije kasstroom kunnen financieringsuitgaven worden gedaan, zoals het betalen van rente, het aflossen van een lening, het betalen van contant dividend en het inkopen van aandelen. Indien de vrije kasstroom te klein is om aan alle verplichtingen en wensen te voldoen, kunnen de financiële middelen worden vergroot door het aangaan van nieuwe leningen of het emitteren van aandelen.

Door de vrije kasstroom op de bovenstaande manier te berekenen wordt het beheer van het geïnduceerd nettowerkkapitaal geaccentueerd. Een investering in het geïnduceerd nettowerkkapitaal verlaagt de kasstroom op operatiebasis, en daarmee de vrije kasstroom. Evenzo leidt een desinvestering in het geïnduceerd nettowerkkapitaal tot een hogere kasstroom op operatiebasis en een hogere vrije kasstroom.

Investerings in vaste activa zijn doorgaans beslissingen die weloverwogen worden genomen en die niet binnen korte termijn kunnen worden aangepast. Bovendien hebben deze investeringen invloed op de vrije kasstromen voor een aantal jaren. Bij het werkkapitaal ligt dat anders. Op korte termijn kunnen beslissingen worden genomen die vrij snel te realiseren zijn. Het afbouwen van voorraadposities, debiteuren vragen om sneller te betalen, maar zelf de eigen crediteuren later betalen zijn beslissingen die iemand bij anderen niet altijd populair maken, maar die op korte termijn de kasstroom op operatiebasis en de vrije kasstroom positief beïnvloeden.

Een andere rekenmethode gaat uit van EBITA, dat staat voor Earnings Before Interest, Taxes and Amortization (winst voor interest, belasting en amortisatie).<sup>5</sup> Zo komt men op NOPLAT, dat staat voor Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (netto operationele winst minus aangepaste belasting  $\text{NOPLAT} = \text{EBITA} \times (1-t)$ , waar  $t$  staat voor de belastingdruk.)<sup>6</sup> Bij de berekening van NOPLAT wordt uitgegaan van de gewenste (en niet van de werkelijke) vermogensstructuur. De aangepaste belasting is gebaseerd op deze gewenste vermogensstructuur en kan derhalve afwijken van de werkelijke belasting, indien de werkelijke vermogensstructuur afwijkt van de gewenste vermogensstructuur.

Vervolgens kan de ‘Economische Winst’ worden bepaald (Koller, Goedhart & Wessels, 2015). In een wetenschappelijke vergelijking: Economische Winst (EP) = NOPLAT – geïnvesteerd vermogen x vermogenskostenvoet. De som van alle economische winst (winst minus de afschrijving van materiële vaste activa en vermogenskosten) en de waarde van de activa vormt de netto contante waarde van bovengenoemde operationele activiteiten. Deze methode wordt door veel bedrijven gehanteerd. ‘Winst’ is vervangen door ‘economische winst’, wat beter aansluit bij de huidige gangbare opvattingen over control. Deze benadering is echter minder geschikt voor bijvoorbeeld het plannen van investeringen en financieringen. Een bekende operationalisering van de Economische Winst is Economic Added Value: EVA® (Stewart, 1991)<sup>6</sup>. Tabel 1 vat het voorgaande als volgt samen:

De laatste regel in tabel 1 geeft twee vergelijkingen, die er bijna gelijk uitzien. In theorie is de disconteringsvoet in beide vergelijkingen dezelfde. Echter, bij toepassing van de netto contante waarde bij de economische winstbepaling wordt door meer boekhoudkundig ingestelde personen in plaats van de op marktwaarde gewogen gemiddelde van de kostenvoeten van het eigen en van het vreemd vermogen een disconteringsvoet genomen waarbij men – foutief – van boekwaarden uitgaat.

Ten tweede zit er een verschil in de tijdmomenten van de bepaling van de vrije kasstroom (FCF) en de economische winst (EP). Investeringen in werkkapitaal beïnvloeden de vrije kasstromen. Wordt een debiteur in plaats van op tijdstip 1 op tijdstip 2 betaald, dan betekent dit een negatieve invloed op de vrije kasstroom op tijdstip 2 en niet op tijdstip 1. Een dergelijke invloed vindt men niet zo scherp terug bij de economische winst (EP). Is er sprake van een geplande, structurele verandering, dan kan dit in de verwachte winst voor een bepaald tijdstip worden meegenomen. De invloed van het voeren van een goed werkkapitaalbeheer komt daarom ook beter naar voren bij de vrije kasstroombenadering (FCF).

Voor de volledigheid merken wij op dat de netto contante waarden voor beide methoden alleen bij uitzondering gelijk aan elkaar zijn.

### 3 Beheersing van het werkkapitaal

Preve en Sarria-Allende (2010) noemen vier algemene economische factoren die de beheersing van het werkkapitaal beïnvloeden: monetaire beperkingen, interestratio's, inflatie en crisis. Zij wijzen tevens op vier sturende elementen met betrekking tot het werkkapitaal van een onderneming: verkoop, prijzen, groei, en seizoenen. Vaak richten bedrijven zich in het beheer van hun werkkapitaal echter op andere zaken, zoals kosten, winst, activiteiten, kortetermijneffecten en interestkosten (Westerman, 2010). Er is wat deze visies betreft

**Tabel 1 Waardering van activiteiten: FCF-benadering en EP-benadering**

Vrije kasstroom (FCF) benadering	Economische winst (EP) benadering
Nettowinst	Winst voor interest, belasting en amortisatie
Afschrijving +	Operatieve belastingen -
Netto betaalde interest +	Netto operationele winst minus aangepaste belastingen
Kasstroom op winstbasis	Geïnvesteerd vermogen x vermogenskostenvoet -
$\Delta$ Nettowerkkapitaal (geïnduceerd) -	Economische winst (EP)
Kasstroom op operatiebasis	
Investering minus desinvestering in vaste activa -	
Vrije kasstroom (FCF)	
Netto contante waarde (NPV) =	Netto contante waarde (NPV) =
$\frac{FCF(1)}{(1+r)} + \frac{FCF(2)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF(n)}{(1+r)^n}$	$\frac{EP(1)}{(1+r)} + \frac{EP(2)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{EP(n)}{(1+r)^n}$

soms zelfs sprake van ‘bias’, gevormd door partieel onjuiste denkramen.

*Kostenbias.* Werkkapitaalbeheer heeft veel te maken met kostenbesparingen. Deze kunnen gemakkelijk worden berekend in termen van manuren, magazijnkosten en interestreductie. Echter, door in laaghangend fruit te snijden (bijvoorbeeld meer beleid zetten op minder strak beheerste kosten), kan de winst van de onderneming in het geding komen. Bijvoorbeeld, als bij debiteuren krediettermijnen worden ingeperkt, kunnen klanten weglopen en concurrenten hierop inspringen. Financiers kunnen hier weliswaar met recht en reden op aandringen, maar zoals verkoopmanagers zullen beamen, dient er van tevoren rekening te worden gehouden met de mogelijke nadelen van dergelijke maatregelen.

*Winstbias.* Hoewel ‘Kas’ wordt gezien als ‘Koning’, regeert de winst nog altijd. Maar zelfs als de nadruk op winst ligt, dienen taxaties van het werkkapitaal correct te zijn. Dit betekent bijvoorbeeld dat er rekening wordt gehouden met zaken zoals afschrijvingen met betrekking tot voorraden en kredieten. Voorts kan het inhuren van een factoringbedrijf of bancaire inbreng een besparing aan fte's opleveren, maar tegelijkertijd kosten met zich meebrengen, doordat die partijen voor hun diensten moeten worden betaald. Er wordt dan overigens wel eerder geld ontvangen, hetgeen de financieringsbehoefte weer vermindert. Bovendien speelt bij een winstbenadering de tijdsfactor niet mee in de berekening.

*Kortetermijnbias.* Langetermijneffecten verschillen van kortetermijneffecten. Plotselinge besparingen op de voorraad kunnen effectief zijn in moeilijke tijden. Maar een streng voorraadbeheer kan ertoe leiden dat een onderneming niet kan profiteren van opwaartse trends. Voorts kan het gerechtvaardigd zijn om bij hoge interestniveaus klanten actief te benaderen als zij laat zijn met hun betalingen. Echter, in een situatie waarin de

kredietcyclus minder hard is, is deze agressieve benadering noch effectief noch efficiënt. Tenslotte, zou in het huidige klimaat van lage kosten (interest) de voordelen van het laat betalen van toeleveranciers niet opwegen tegen de nadelen van het verliezen van deze partijen als partners.

#### 4 Voorraden, debiteuren en crediteuren

De post 'Voorraden' is de minst liquide van alle vlottende activa, vooral in het geval van bedrijven die opereren in geografisch specifieke gebieden. Het voeren van een optimaal beleid wordt veelal mede belemmerd door institutionele factoren, zoals export- en importregels, transfer pricing en belasting. Het is daarom van belang om de voorraad zodanig te coördineren dat deze zo snel mogelijk van 'grondstoffen' naar 'werk in uitvoering' en 'eindproduct' kan worden geconverteerd. Een geolied voorraadbeheer is voor zowel het productiemanagement als het financieel management belangrijk. Beide dienen op dit gebied dan ook nauw samen te werken. Alleen dan kunnen zij aan de eisen van de klanten voldoen én de voorraad optimaal houden.

Het debiteurenbeheer, ofwel de credit control, is één van de kernactiviteiten van bedrijven. De post 'Debiteuren' heeft betrekking op de verkoop op krediet van goederen aan klanten. Het is daarom essentieel dat zorgvuldig wordt gecontroleerd of betalingen op tijd worden voldaan. Hoewel regels en gewoonten bedrijven ervan weerhouden om het beleid op dit punt geheel te standaardiseren, lijken pogingen hiertoe van verscheidene sterke partijen ondertussen toch enig succes op te leveren.

De post 'Crediteuren' heeft betrekking op geld dat een onderneming schuldig is voor goederen en diensten die het op krediet heeft gekocht. Verbeteringen en regels op het gebied van de ICT hebben bedrijven in staat gesteld om deze post beter te beheren. Zogenaamde betalingsfabrieken ('payment factories') bijvoorbeeld, regelen het betaalverkeer binnen en tussen ondernemingen op regionaal en zelfs op globaal niveau.

Ondernemingen beheren hun nettowerkkapitaal op veel verschillende manieren. Een basis prestatie-indicator van werkkapitaal is de 'Current Ratio' (CR): vlottende activa gedeeld door vlottende passiva. De 'Quick Ratio' (QR) telt bij de vlottende activa de voorraad niet mee. Daarnaast worden ook ratio's als werkkapitaal

versus activa of omzet uitgerekend. Andere indicatoren, zoals beschreven in de volgende paragraaf, hebben betrekking op de drie individuele onderdelen van het werkkapitaal: debiteuren ('Accounts Receivable', A/R), voorraden ('Inventory') en crediteuren ('Accounts Payable', A/P).

#### 5 Specifieke werkkapitaalindicatoren

De duur van de operationele cyclus (OC), die de duur van de voortbrenging aangeeft, wordt gevormd door de omlooptijd van de voorraden ('Days of Inventory Outstanding', DIO) en de omlooptijd van de debiteuren ('Days of Sales Outstanding', DSO). Wordt de omlooptijd van de crediteuren ('Days of Payments Outstanding', DPO) daar weer vanaf getrokken, dan ontstaat de kas-(conversie-)cyclus (CCC). Dit onderscheid is relevant, want het geeft het verschil aan tussen het perspectief van het financieel management en dat van het operationeel management (zie tabel 2). In dit artikel wordt aangevoerd dat beide gezichtspunten van belang zijn en dat zij elkaar wederzijds kunnen versterken.

De DSO is gelijk aan de debiteuren aan het einde van de periode gedeeld door de gemiddelde verkoop per dag. De DPO is gelijk aan de crediteuren aan het einde van de periode gedeeld door de gemiddelde dagelijkse kosten van verkochte goederen (of omzet, hetgeen theoretisch minder juist is). De DIO is gelijk aan de voorraad aan het einde van de periode gedeeld door de gemiddelde dagelijkse kosten van verkochte goederen. Voorts geldt:  $CCC = DSO - DPO + DIO$ . De CCC wordt ook wel gedefinieerd als het netto non-monetaire werkkapitaal gedeeld door de gemiddelde verkoop per dag. Naast CCC, DSO, DPO en DIO worden de inversen daarvan gebruikt om omzetratio's en omloopsnelheden te bepalen.

Op basis van de DSO kan een overzicht worden gemaakt van het gedeelte nog niet voldane betalingen op debiteuren. De DSO kan zo worden vergeleken met de 'Best Possible Days of Sales Outstanding' (Olsen, 1999): het gewogen gemiddelde van de betaaltermijnen. Het verschil tussen de DSO en de BPDSO is dat deze laatste rekening houdt met het gemiddeld aantal dagen dat een betaling achterstallig is na de uiterlijke betalingstermijn ('average days in delinquency', ADD). De 'Collection Effectiveness Index' (CEI) meet de effectiviteit van de vorderingsprocedure (Olsen, 1999).

**Tabel 2** Ovattingen over werkkapitaal: financieel versus operationeel management

Perspectief financieel management	Perspectief operationeel management
Monodisciplinair (financieel) gericht	Operationeel gericht, met financiële aspecten
Geïnteresseerd in prestatie, niet in control	Geïnteresseerd in prestatie en control
Nadruk op debiteuren en crediteuren	Nadruk op voorraad (en productieketens)
Beheersing geldstroom → CCC-ratio's	Beheersing voorraad → OC-ratio's

Deze staat gelijk aan het quotiënt van ‘begin debiteuren’ plus ‘maandelijkse omzet’ minus ‘totale maandelijkse debiteuren’ en ‘begin debiteuren’ plus ‘maandelijkse omzet’ minus ‘maandelijkse debiteuren’. Andere methoden zijn de ‘Receivables (Outstanding) to Original Sales’ (ROOS) en het aantal geïnde betalingen versus de verkoop in die maanden (‘Proportion payments’, PP). Ten slotte is de Sales Weighted Days of Sales Outstanding (SWDSO) de som van de DSO per desbetreffende verkoopmaand.

De ‘Omloopsnelheid van de voorraden’ wordt gevormd door de kosten van verkochte goederen over een periode gedeeld door de gemiddelde voorraad gedurende deze periode. De DIO kan worden onderverdeeld in ‘Days in Raw Material’ (DRM), ‘Days of Work in Progress’ (DWIP) en ‘Days in Finished Goods’ (DFG). Op basis van de DIO kan een overzicht worden gemaakt van het gedeelte nog te betalen rekeningen door de onderneming. De ‘Inventory Quality Ratio’ (IQR) is het quotiënt van de actieve (vlottende) voorraad en de totale voorraad. ‘Forecast accuracy’ is het verschil in percentage tussen de voorraadprognose en de werkelijke voorraad per periode. ‘Customer service’ kan worden gemeten als het quotiënt van het aantal keren dat een product wordt geleverd en het aantal keren dat er vraag naar is (Sherr, 1989).

Net zoals de DSO kan ook de DPO als uitgangspunt dienen voor het in kaart brengen van onvoldane rekeningen. Daarbij kan de ‘Best Possible Days of Payment Outstanding’ (BPDPO) worden gebruikt voor het vaststellen van het gewogen gemiddelde van de betaaltermijnen. Met de ‘Average Days over Terms’ (ADT) wordt de efficiëntie van de crediteurenadministratie gemeten als het verschil tussen de DPO en de BPDPO. Echter, er is wel een wezenlijk verschil. Bij DSO bepaalt de wederpartij het moment van betalen en bij de DPO is dat de onderneming in kwestie.

Tabel 3 geeft een overzicht van de indicatoren die kunnen worden gebruikt in het beheer van het werkkapitaal (cf. Westerman, 2015). Twee operationele niveaus worden onderscheiden: het holdingniveau en het be-

drijfseenheidniveau. Een nader onderscheid is gemaakt tussen indicatoren die aangeven dat er direct actie dient te worden ondernomen en waarschuwingsindicatoren die op potentiële problemen wijzen. Verder wordt er nog verschil gemaakt tussen algemene externe variabelen en interne operationele en financiële variabelen die al dan niet kunnen worden beïnvloed.

In tabel 3 hebben wij de werkkapitaalindicatoren samengevat. De vraag die niet aan de orde is gekomen betreft wie het primaat krijgt bij het werkkapitaalbeheer, is dat het hoofdkantoor of zijn dat de lokale bedrijfseenheden. Deze vraag is niet in zijn algemeenheid te beantwoorden. Voor het hoofdkantoor pleit dat daar een totaaloverzicht voor de gehele onderneming voorhanden is en dat bovendien kostenreductie kan worden verkregen uit schaalvoordelen. Echter, voor culturele verschillen in regio's kan dan minder aandacht zijn dan wanneer het werkkapitaalbeheer vanuit lokale vestigingen wordt gedaan. Een typisch voorbeeld is het krachtsverschil van een waarschuwingssignaal. Als in Duitsland een afnemer tien dagen te laat is met betalen, is dit een belangrijk negatief teken. Indien een afnemer in Italië in minder dan tien dagen na het verstrijken van de betalingstermijn betaalt, is de reactie: deze afnemer betaalt bijna op tijd, wat is hier aan de hand? De keuze van een centrale of decentrale aanpak alsook wat centraal op het hoofdkantoor en wat decentraal bij de vestigen moet gebeuren dient per onderneming te worden bepaald.

## 6 Mini-casus BarDor Press

De tabellen 1 en 3 geven samen een handvat dat bedrijven en financiers zouden kunnen gebruiken om kasmogensen te beoordelen. In tabel 1 wordt de langetermijndoelstelling geformuleerd en in tabel 3 worden de korttermijnratio's gedefinieerd, waarmee eventuele waarschuwingen kunnen worden verkregen. Dit geldt speciaal voor de kernelementen van het werkkapitaal (voorraden, debiteuren en crediteuren). Het handvat is ontstaan door werk aan, adviezen bij en bestudering van diverse cases in het afgelopen decennium. Dit ge-

**Tabel 3** Werkkapitaalindicatoren en hun toepassing

Ondernemingsniveau	Kernindicatoren	Waarschuwingsindicatoren
Hoofdkantoor	<i>Algemeen:</i> Werkkapitaal versus activa of omzet, CR, QR, CCC <i>Specifiek:</i> DSO, DIO, DPO; Debiteuren versus activa, Crediteuren versus activa, Voorraden versus activa	<i>Algemeen:</i> Monetaire beperkingen, Interestratio's, Inflatie, Crisis <i>Activiteiten:</i> Nettoactiva, Nettowinst, Omzet(-groei), Operationele marge <i>Financiering:</i> Liquide middelen, Solvabiliteit
Bedrijfseenheid	<i>A/R:</i> SWDSO, Ouderdom debiteuren, ADD (= DSO - BPDPO), CEI, ROOS, PP <i>Voorraad:</i> Ouderdom voorraad, DRM/ DWIP/ DFG, IQR, Forecast accuracy, Customer service <i>A/P:</i> Ouderdom crediteuren, ADT (= DPO - BPDPO)	<i>Algemeen:</i> DSO, DIO, DPO <i>Operationele activiteiten:</i> Manuren, Magazijnkosten, Interestkosten, Investeringskosten

beurde bij onder meer een zeer groot industrieel conglomeraat, een grootbedrijf in de elektronica-sector, een middelgroot voedingsconcern, een middelgroot farmaceutisch concern, een middelgroot bouwbedrijf, een sterk groeiend dataverzamelingsbedrijf en voorts bij diverse bedrijven in het midden- en kleinbedrijf. In plaats van één specifieke casus uitgebreid te beschrijven (vergelijk Heijes, 2015), lichten we de toepassing van het raamwerk toe met een deels fictief voorbeeld (zie ook Dorsman, 2011).

BarDor Press is een speler op de wereldmarkt; de onderneming geeft drie boulevardbladen uit. De holding is gesitueerd in Guildford (Groot-Brittannië). BarDor Press heeft dochterbedrijven in Groot-Brittannië, Nederland, België, Zuid-Afrika en Griekenland. Deze laatste eenheid werd begin 2008 opgezet in Athene. Na een vliegende start die werd gevolgd door zes vrij moeizame jaren, maakt de onderneming sinds kort een groei door die zijn weerga niet kent. De onderneming richtte zich de laatste tijd vooral op 'advertentiecontracten'. Deze prestatie-indicator was in de afgelopen tijd twee keer zo hoog als gebudgetteerd. En alhoewel de nadruk minder op de personeelsvoorziening en het drukwerk lag, leverde dit geen problemen op. In een kleine Cypriotische bedrijfseenheid heeft het moederbedrijf via haar Griekse bedrijfseenheid een minderheidsbelang. Aanvankelijk werd de Griekse bedrijfseenheid geleid middels directe supervisie vanuit het hoofdkantoor in Groot-Brittannië. De bedrijfscontroller ontving elke week rapportages. In 2015 werd een management control-instrument geïmplementeerd dat overeen kwam met het systeem dat al elders door de holding

werd gebruikt. Er traden na invoering enige ICT-problemen op, die uiteindelijk werden opgelost. Het bleek echter moeilijker om de staf van de Griekse dochter voldoende wegwijs te maken in het systeem. Pas toen de lokale partner van de accountant van het hoofdkantoor werd gevraagd om orde op zaken te stellen, werd de financiële rapportage meer gedegen en betrouwbaar. Weliswaar loopt men nog steeds achter, maar op 10 april 2016 werden de volgende overzichten van de uitkomsten over 2015 en voorspellingen voor 2016 naar de holding controller gemaïld (zie tabellen 4 en 5).

Met betrekking tot de balans dienen twee opmerkingen geplaatst te worden bij de post Kortlopend Vreemd Vermogen. Het Rekening-Courant-krediet is een autonoom vermogen, dat voortvloeit uit het actieve financieringsbeleid van BarDor Press Greece. De post Crediteuren daarentegen is een geïnduceerd vermogen. Dit ontstaat via de normale bedrijfsuitoefening (en wordt geïnduceerd door de omzet) en behoort daardoor tot het geïnduceerd werkkapitaal van BarDor Press Greece.

Op het eerste gezicht lijkt het erop dat de Griekse bedrijfseenheid het volgend jaar goed zal doen. Te verwachten is dat de netto-omzet met 40% zal toenemen. De verkoopmarge, gedefinieerd als de winstmarge gedeeld door de verkoopopbrengsten, is stabiel met 17,5%. De EBIT(A)-marge blijft op ongeveer 10,5% staan. Tenslotte zal de nettowinst met 44% groeien. Maar wat te denken van de negatieve resultaten op de minderheidsbelangen (en waar komen die eigenlijk door)?

**Tabel 4 Balans BarDor Press Greece per 31 december 2015**

31-12-2015 (x1000)			
Debet		Credit	
<i>Materiële vaste activa</i>	€ 29.025	<i>Eigen vermogen</i>	€ 13.300
Land	€ 3.000		
Gebouwen	€ 7.245	<i>Langlopend vreemd vermogen</i>	€ 37.575
Machines	€ 17.280	Hypotheklening	€ 13.500
Inventaris	€ 1.500	Obligatielening	€ 9.450
		Bancaire lening	€ 14.625
<i>Financiële vaste activa</i>	€ 7.500		
Minderheidsbelangen in andere bedrijven	€ 7.500		
<i>Vlottende activa</i>	€ 27.375	<i>Kortlopend vreemd vermogen</i>	€ 14.600
Vorraden	€ 12.750	Rekening-courant-krediet	€ 200
Debiteuren	€ 14.625	Crediteuren	€ 14.400
<i>Kas</i>	€ 1.575		
<b>Totale activa</b>	<b>€ 65.475</b>	<b>Totale passiva</b>	<b>€ 65.475</b>

**Tabel 5 Winst-en-verliesrekening BarDor Press Greece 2015 (realisatie) en 2016 (voorspelling)**

Item	2015 (x1000)	2016E (x1000)
Netto-omzet	€ 111.350	€ 155.890
Kosten verkopen <sup>7</sup>	€ (91.800)	€ (128.520)
<b>Winstmarge</b>	<b>€ 19.550</b>	<b>€ 27.370</b>
Verkoopkosten	€ (6.885)	€ (9.622)
Resultaat minderheidsbelangen	€ (1.020)	€ (1.428)
<b>Bedrijfsresultaat (EBIT)</b>	<b>€ 11.645</b>	<b>€ 16.320</b>
Netto betaalde interest	€ (3.587)	€ (4.726)
<b>Winst voor belastingen (EBT)</b>	<b>€ 8.058</b>	<b>€ 11.594</b>
Belasting <sup>8</sup>	€ 2.337	€ 3.362
<b>Nettowinst</b>	<b>€ 5.721</b>	<b>€ 8.232</b>

Het valt de holding controller nu overigens ook op dat de balansprognose ontbreekt. De voorspelling voor de winst-en-verliesrekening geeft aan dat de investeringen en de financiering ervan de verwachte groei zullen moeten dekken. De controller vraagt om aanvullende informatie, die hij gelukkig direct krijgt. Maar nu schrikt hij pas echt. Waarom heeft hij deze gegevens niet eerder gekregen? Hij maakt vervolgens zelf de balansprognose voor 2016 (zie tabel 6). Bij het opstellen van de prognosebalans heeft de controller aangenomen dat alle ratio's onveranderd blijven. Balansposten die niet afhankelijk zijn van de omzet, bijvoorbeeld minderheidsbelangen, zijn als onveranderd in de voorspelling opgenomen.

Hoewel de nettowinst naar verwachting in 2016 zal stijgen met 44% ten opzichte van 2015, lijkt BarDor Press Greece te kampen met een financieringsprobleem. De vrije kasstroom is - € 15.539.000. De onderneming lijkt daardoor in 2016 niet voldoende kasstromen te genereren. Door zowel een enorme investering in het nettowerkkapitaal als ook - in mindere mate - in vaste activa, wordt men met een negatieve vrije kasstroom van € 15.539.000 geconfronteerd. Het feitelijke financieringstekort is nog hoger omdat men ook vergoedingen aan de verschaffers van het vermogen moet verstrekken.

Toen BarDor Press Greece pas bestond werden liquiditeitstekorten zonder meer altijd gefinancierd. De lokale bedrijfsresultaten zaten in de lift en de kasstroom was minder belangrijk. Bovendien waren er geen andere alternatieven. Sinds er echter een kredietovereenkomst is aangegaan met een lokale bank, heeft de Griekse bedrijfseenheid te maken met een kredietplafond, waar ze overigens zelf mee heeft ingestemd. Dit plafond is het maximale krediet dat kan worden toegekend. Zolang een extra benodigd bedrag aan financiering binnen de aangegeven kredietruimte kan worden gefinancierd zonder dat het plafond wordt gepasseerd, is er geen reden voor actie. Desal-

**Tabel 6 Balans per 31 december 2016 BarDor Press Greece (voorspelling)**

31-12-2016E (x 1.000)		Credit	
Debet			
<i>Materiële vaste activa</i>	€ 39.425	<i>Eigen vermogen</i>	€ 13.300
Land	€ 3.000	<i>Langlopend vreemd vermogen</i>	€ 37.575
Gebouwen	€ 10.275	Hypotheeklening	€ 13.500
Machines	€ 24.650	Obligatielening	€ 9.450
Inventaris	€ 1.500	Bancaire lening	€ 14.625
<i>Financiële vaste activa</i>	€ 7.500		
Minderheidsbelangen in andere bedrijven	€ 7.500	<i>Kortlopend vreemd vermogen</i>	€ 21.704
<i>Uitlopende activa</i>	€ 56.175	Rekening-vourant- krediet	€ 200
Voorraden	€ 35.700	Crediteuren	€ 21.504
Debiteuren	€ 20.475		
<i>Kas</i>	€ 1.575	<i>Ingehouden winst</i>	€ 3.026
		<i>Financieringstekort</i>	€ 29.070
<b>Besteding vermogen</b>	<b>€ 104.675</b>	<b>Totale financiering</b>	<b>€ 104.675</b>

**Tabel 7 Vrije kasstroom per 31 december 2016 BarDor Press Greece (voorspelling)**

31-12-2016E (x 1.000)	
<b>Nettowinst</b>	<b>€ 8.232</b>
Belastingvoordeel Interest	€ 3.355
Afschrijvingen	€ 4.970
<b>Kasstroom op winstbasis</b>	<b>€ 16.557</b>
Vershil nettowerkkapitaal	€ (21.696)
<b>Kasstroom op operatiebasis</b>	<b>€ (5.139)</b>
Vershil netto-investeringen	€ (10.400)
<b>Vrije kasstroom (FCF)</b>	<b>€ (15.539)</b>

niettemin realiseert de holding controller zich dat onderhandelingen nodig zijn over een nieuwe overeenkomst met de banken. Het is het beste om deze gesprekken zo snel mogelijk te beginnen, want - zo redeneert hij - hoe meer financiering de onderneming nodig heeft, hoe meer eisen de banken waarschijnlijk zullen hebben.

Bankiers spelen een belangrijke rol als tussenpersonen. Zij zijn relatief sterkere onderhandelaars met bedrijven dan andere betrokkenen, waaronder de andere vermogensverschaffers. Hoewel zij eenzijdig een kredietovereenkomst kunnen opzeggen, zijn zij de aangewezen personen om te benaderen als een onderneming verwacht op korte termijn financiering nodig heeft. Als de behoefte aan additionele financiering een permanent karakter krijgt, moet het management overwegen om over te gaan op een langetermijnlening of aandelenuitgifte. In het algemeen is het zo dat bedrijven deze beslissing met de bank bespreken. Vaak worden hier zowel de lokale bank(-en) als de bank van het moederbedrijf bij betrokken.

Het management van BarDor Inc. kan ook proberen om de financieringsbehoefte van de Griekse eenheid terug te brengen door middel van interne maatregelen. Het management zou dan kunnen besluiten om een lagere ratio beleggingen versus winst te accepteren. Voorts, gezien het feit dat benchmarks per land en industrie verschillen (Dorsman & Gounopoulos, 2008), zou ook kunnen worden geprobeerd om het beleid rondom voorraden, debiteuren en crediteuren zodanig aan te passen dat beleggingen een kleiner deel van de balans beslaan.

Afgezien hiervan, maakt de controller van de holding in Groot-Brittannië zich vooral andere zorgen over de kortlopende financiering bij het Griekse dochterbedrijf. Haastig berekent hij daarom handmatig enkele algemene werkkapitaalratio's op basis van de voorspellingen voor 2016 (alle bedragen luiden in duizenden euro's).

**Tabel 8** Werkkapitaalratio's per 31 december 2016 BarDor Press Greece (voorspelling)

Ratio	Werkelijk	Norm controller BarDor Press Holding
<i>DSO</i> (Debiteuren/Sales)*365	48	60
<i>DIO</i> (Voorraden/Kostprijs Verkoop)*365	101	90
<i>DPO</i> (Crediteuren/Kostprijs Verkoop)*365	61	50
<i>ITA</i> Voorraden/Totale Activa	34%	12,5%
<i>ARTA</i> Debiteuren/Totale Activa	20%	33,3%
<i>APTA</i> Crediteuren/Totale Activa	21%	25%

De bange vermoedens van de controller blijken deels gerechtvaardigd: De DSO is ongeveer 20% lager dan de norm van 60 dagen. De DIO daarentegen is ruim boven zijn driemaands richtlijn<sup>9</sup>. Daarnaast ligt de DPO boven de gewenste 50 dagen en is de ITA bijna drie keer zo hoog als de vuistregel van de controller van 12,5%. Verder zijn de ARTA en de APTA in lijn met de richtlijnen van respectievelijk 1/3 en 1/4.

Grote voorraden zijn niet alarmerend, zeker niet in een context van realistische groeiplannen. Een strikt beleid ten aanzien van het voorraadbeheer is hier echter wel op zijn plaats. De gunstige debiteurenpositie is verder eerder het resultaat van een willige markt dan van een effectief beleid op dit gebied. Daar komt bij dat het crediteurniveau zich al bijna op het niveau van het moederbedrijf bevindt, hetgeen laat zien dat er hier niet veel ruimte meer is voor aanpassing. Bedacht dient te worden dat een stijgende DSO (en ARTA) leidt tot een lagere vrije kasstroom en daar-

mee een eventueel financieringstekort vergroot. Dit is een werkkapitaalrisico waar men bij het beheer goed rekening mee moet houden. Samengevat is er een overschot aan werkkapitaal, vooral voorraden. Het zal niet gemakkelijk zijn om dit overschot in te perken in een bedrijfseenheid die snel groeit. Banken zullen pas bereid zijn om de financieringslacune van de Griekse bedrijfseenheid op te vullen als dit probleem is opgelost.

De holding controller gaat op zoek naar achterliggende oorzaken van het voorraadprobleem bij BarDor Press Greece. Daartoe splitst hij de DIO-maatstaf nader op. Het blijkt dat de score op de DRM-maatstaf uit de pas loopt en dat de ingekochte voorraden relatief oud zijn. De voorraden papier en dergelijke zijn zodoende hoog. De inkoopafdeling van de eenheid kan geen "nee" verkopen aan de productieafdeling, terwijl diens voorspellingen sterk wisselen en vaak behoorlijk afwijken van de realisatie. Tevens speelt er een kwaliteitskwesitie tussen de afdelingen, waar de controller niet zo gauw de vinger op kan leggen, omdat cijfers in dit opzicht ontbreken. Aan dat laatste aspect zal dus zeker aandacht moeten worden geschonken. Wat betreft de voorraad denkt de controller aan een methodiek waarbij de onderscheiden groepen ingedeeld worden naar volatiliteit en volume, waarbij er wekelijks per categorie andere tactieken worden gehanteerd om het evenwicht tussen servicegraad en voorraadwaarde naar een optimum te brengen. Met dit verhaal kan hij vervolgens naar de bank(-en) gaan, om de vermogensstructuur van de Griekse dochter aan te passen ten behoeve van de groei.

## 7 Conclusie

Dit artikel gaat over beheersing van kasstromen en werkkapitaal met prestatie maatstaven. Zowel financiers als bedrijven hechten hieraan tegenwoordig veel belang. Financiers willen kredietwaardigheden kunnen bepalen en bedrijven willen waarde optimaliseren. Het gaat niet alleen om de solvabiliteit, gedreven door operationele en investeringskasstromen, maar steeds meer ook om de liquiditeit, die afhankelijk is van ontwikkelingen in het werkkapitaal. Daarbij wordt er door de bedrijven en hun financiers gekeken naar prestaties op maatstaven gelegen op zowel overkoepelende als (steeds verder) gedetailleerde niveaus.

Onze tabellen 1 en 3 reiken een handvat aan voor de beheersing van kasstromen en werkkapitaal met prestatie maatstaven. Een handvat als dit is sector- en bedrijfsspecifiek, vandaar dat wij het met een voorbeeld hebben uitgewerkt. Echter, ervaring met diverse deels vergelijkbare praktijkcases leert, dat het gebruik van dit handvat informatieve waarde bevat, waarmee het bestuur zijn voordeel kan doen. Echter, de wereld is dynamisch en hetgeen in het verleden gold hoeft niet altijd voor de toekomst waar te zijn.



Kritisch toepassen van handvatten is daarom essentieel voor effectieve sturing. Daarnaast zullen ontwikkelingen in de (werkkapitaal-)financiering toepassing van nieuwe maatstaven gewenst maken. We doelen dan op zaken als supply chain finance, reverse factoring, kredietunies, termijneuro's en dergelijke.

Bij een dergelijk omvangrijk raamwerk als het onze, is het van belang om de gehanteerde prestatie maatstaven onderling te wegen. Over het algemeen zal het management op holding-niveau wat meer om overkoepelende maatstaven vragen en is het management op bedrijfseenheid-niveau meer geïnteresseerd in specifieke maatstaven. Echter, ook op holding-niveau is het van belang om de vinger op de zere plek te leggen, zoals blijkt uit het bovenstaande gestileerde (maar niet wereldvreemde) voorbeeld. Tentatief onderzoek laat zien dat de specifieke belangstelling op holding-niveau vooral in crisistijden toeneemt en dat toelichtingen waarin wordt gewezen op verslechterde om-

standigheden niet zonder meer voor zoete koek geslikt worden. Hopelijk kan ons raamwerk hierbij dienst bewijzen. ■

W.M. van Barneveld MSc. (willemvanbarneveld@gmail) is business controller bij Mediq Apotheken Nederland onderdeel van Mediq N.V. te Utrecht.

Dr. A.B. Dorsman (a.b.dorsman@vu.nl) werkt bij de vakgroep Finance van de Faculteit der Economische wetenschappen en Bedrijfskunde van de Vrije Universiteit te Amsterdam.

De auteurs danken Dimitrios Gounopoulos (University of Sussex), Jessica Bakker (Rijksuniversiteit Groningen) en Wim Westerman (Rijksuniversiteit Groningen), die bij voorversies van dit artikel betrokken waren, evenals Martin Knipper, student aan de Rijksuniversiteit Groningen, voor zijn bijdrage aan dit artikel.

## Noten

- 1 In appendix A is een lijst met afkortingen opgenomen.
- 2 Plus de toename van reserves voor zover deze zijn opgenomen in de winst-en-verliesrekening.
- 3 Betaalde interest minus het belastingvoordeel hieruit (aannemende dat de interestkosten gelijk zijn aan de betaalde interest).
- 4 In Appendix B zijn de berekeningen van de diverse kasstromen opgenomen.
- 5 Amortisatie = afschrijving op goodwill (intrinsic

sieke waarde van niet-operationele activa).

- 6 EVA<sup>®</sup> onderscheidt operationele resultaten en kosten van beloning van vermogensverschaffers. Dit past bij marktwaardebenaderingen. Het geïnvesteerd vermogen is afgeleid van een (aangepaste) boekwaardebalans en vermogenskosten worden bepaald met boekwaardegewichten van financiële instrumenten.

- 7 Inclusief €4.970.000 afschrijvingen: 8% afschrijving op gebouwen, 15% afschrijving op machines en 30% afschrijving op inventaris.

- 8 De Griekse vennootschapsbelasting is op 29% gesteld voor 2015 en 2016.

- 9 In de casus gebruikt de controller normen die vereist worden vanuit de holding. Uit nader onderzoek zou moeten blijken of de normen van de holding nog juist zijn en bijvoorbeeld in lijn liggen met Griekse of Europese gemiddelden. In dit artikel wordt deze vergelijking buiten beschouwing gelaten.

## Literatuur

- Dorsman, A.B. (2011).  *Vlottend Financieel Management*. Dordrecht: Convoy Uitgevers, 10<sup>e</sup> druk.
- Dorsman, A., & Gounopoulos, D. (2008). *Controlling working capital in multinational enterprises*. *Journal of Corporate Treasury Management*, 2(2): 152-159.
- Heijes, C.P.A. (2015). *Accounting of working capital: Evidence from the work floor. A case study on the use of financial and operational ratios*. University of Groningen, Working paper.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. Hoboken NJ: Wiley, 6<sup>th</sup> Edition.
- Olsen, R. (1999). Performance measures for credit, collections and accounts receivable. *Credit Research Foundation*. Geraadpleegd op <http://www.crfonline.org/orc/ca/ca-7.html>.
- Preve, L., & Sarria-Allende, V. (2010). *Working capital management*. Oxford: Oxford University Press.
- REL (2014). *2013 Europe Working Capital Survey*. Geraadpleegd op <http://www.relconsultancy.com/research/2013/relwcsurvey-eu/REL2013-Europe-Working-Capital-Survey.pdf>.
- Sherr, F.C. (1989). *Modern working capital management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Stewart, G.B. (1991). *The quest for value*. HarperCollins Publishers, New York, USA.
- Viskari, S., Lukkari, E., & Kärrä, T. (2011). *State of working capital management research*. *Middle Eastern Finance and Economics*, 14: 99-108.
- Westerman, W. (2010). The value of working capital programs in the credit crunch. *Journal of Corporate Treasury Management*, 3(3): 249-254.
- Westerman, W. (2015). Working capital management programs: yesterday, today, tomorrow. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 11(4): 210-217.

## Appendix A Lijst van afkortingen

Afkorting	Toelichting
ADD	average days in delinquency
A/P	accounts payable
A/R	accounts receivable
BPDP0	best possible days of payment outstanding
CCC	cash conversion cyclus
CEI	collection effectiveness index
CR	current ratio
DFP	days in finished goods
DIO	days of inventory outstanding
DPO	days of payment outstanding
DRM	days in raw material
DSO	days of sales outstanding
DWIP	days of work in progress
EBITDA	earnings before interest taxes depreciations and amortisation
EP	economic profit
EVA®	economic value added
FCF	free cash flow
I	investments
ICT	information and communication technology
IQR	inventory quality ration
NOPLAT	net operational profits less adjusted taxes
OC	operationele cyclus
PP	proportional payments
QR	quick ratio
ROOS	receivables (outstanding) to original sales
SWDSO	sales weighted days of sales outstanding
WACC	weighted average cost of capital ( $k_p$ )

## Appendix B Kasstroomberekeningen

### **Berekening kasstroom op winstbasis, kasstroom op operatiebasis en vrije kasstroom**

De kasstroom op winstbasis is:  
 winst na belasting  
 plus afschrijving  
 plus dotaties aan voorzieningen  
 minus onttrekkingen aan voorzieningen, voor zover dit een kasstroom tot gevolg heeft  
 plus rentelast  
 minus fiscaal voordeel over de rentelast

De aldus berekende kasstroom op winstbasis is onafhankelijk van de vermogensstructuur. Echter, er is bij deze kasstroom nog geen rekening gehouden met investeringsuitgaven. Deze uitgaven worden onderscheiden in:

- investeringsuitgaven in geïnduceerd nettowerkkapitaal en
- investeringen in duurzame activa.

De *kasstroom op operatiebasis* is:

- kasstroom op winstbasis
- minus de investeringen in het geïnduceerd nettowerkkapitaal

De *vrije kasstroom* is:

- kasstroom op operatiebasis
- minus netto-investeringen in vaste activa