

Investerings- en projectanalyse

waardering, financiering
en risicobeheer

Jan Renaud
Piet de Keijzer

Eerste druk



Noordhoff Uitgevers

Investerings- en projectanalyse

Waardering, financiering en
risicobeheer

J. Renaud

P. de Keijzer

Eerste druk

Noordhoff Uitgevers Groningen / Houten

Ontwerp omslag: G2K Designers Groningen / Amsterdam

Omslagillustratie: iStockPhoto

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

© 2011 Noordhoff Uitgevers bv Groningen / Houten, The Netherlands.

Deze uitgave is gedrukt op FSC-papier.

1 / 13

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

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

ISBN (ebook) 978-90-01-84938-2

ISBN 978-90-01-78886-5


NUR 782

Voorwoord

Voor u ligt een geheel nieuw boek dat het brede terrein van het waarderen, het financieren en het beheer van risico van grote investeringsprojecten en strategische bedrijfsbeslissingen bestrijkt. *Investerings- en projectanalyse: waardering, financiering en risicobeheer* is geschreven voor HBO-studenten Accountancy en Bedrijfseconomie.

Aanleiding dit boek op de markt te brengen is dat bij veel hbo-opleidingen de leerstof verspreid wordt behandeld over verschillende cursussen of modules, elk vaak met hun eigen leerboek. Dit maakt het voor de student niet eenvoudig om de samenhang in de onderwerpen van verschillende modules over waarderen, financieren en risicobeheer te doorgronden. Grote investeringsprojecten zijn heden ten dage complexer, internationaler, vertonen sterk wisselende risicoprofielen en er zijn meer partijen bij betrokken. De actiefzijde (investering) en passiefzijde (financiering) van investeringen zijn niet los van elkaar te zien. Alleen met een integrale en interdisciplinaire aanpak kunnen investerings- en bedrijfsbeslissingen en risicobeheersinginstrumenten geoptimaliseerd worden. De financieringswijze beïnvloedt de economische waardering en het risicoprofiel, terwijl de aard van de investering richting geeft aan de optimale vermogensstructuur en werkkapitaalbeheer. Dit boek beoogt een breed spectrum te dekken waarbij de docent desgewenst zelf die hoofdstukken kan uitkiezen die het beste bij zijn of haar leermodule of programma aansluiten. Het brede spectrum van financieel management dat in het boek wordt gedekt, omvat: liquiditeitsbeheer, vermogensbeheer, werkkapitaalbeheer, beleggingsleer, rente- en valutarisicobeheer en financiële markten.

De financiële wereld verbaast iedere keer weer door haar innovatieve vermogen. Studenten die na afronding van hun studie op zoek gaan naar een financiële managementfunctie zullen met grote waarschijnlijkheid in aanraking komen met nieuwe financieringsconstructies en risicobeheersinginstrumenten, zeker bij grote ondernemingen. Om hen enigszins vertrouwd te maken met de ontwikkelingen en innovaties in de financiële wereld worden in dit boek naast traditionele instrumenten en methoden ook instrumenten van meer recente datum op het financiële toneel besproken, waaronder instrumenten voor het managen van rente- en valutarisico, hybride vermogenstitels, agencytheorie, corporate governance, securisatie en inzichten uit de behavioural finance. Kennis van deze innovaties is ook nuttig voor studenten die hun toekomstige werkkring in het MKB zoeken, of zelf een eigen bedrijf willen opstarten. Uitgerust met kennis van financiële innovaties kunnen zij hun MKB-werkgever verrassen met voorstellen die meer waarde toevoegen aan het financiële beleid van de onderneming in het licht van hedendaagse ontwikkelingen.



Een woord van dank gaat uit naar de verschillende medewerkers van Noordhoff Uitgevers die met hun waardevolle ondersteuning hebben bijgedragen aan de totstandkoming van dit boek.

Commentaren op het boek worden door de auteurs zeer op prijs gesteld, zodat deze in een nieuwe druk kunnen worden verwerkt. Deze kunnen via de website kenbaar worden gemaakt.

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

De auteurs:

Jan Renaud,
Utrecht, 19 mei 2011

Piet de Keijzer,
Roosendaal, 19 mei 2011

Inhoud

Inleiding xi

1 Treasury management en de financiële functie 3

- 1.1 De financiële functie 5
- 1.2 Treasury management 6
 - [Samenvatting 11](#)
 - [Oefeningen 12](#)

2 Investeringsselectie 19

- 2.1 Investeringsanalyse 21
- 2.2 Investeringsselectiemethoden 22
- 2.3 Netto contante-waardemethode 23
- 2.4 Interne rentabiliteit 38
- 2.5 Inflatie en investeringsselectie 40
- 2.6 Investeren en onzekerheid 40
- 2.7 Overige selectiemethoden 44
- 2.8 Valkuilen 47
 - [Samenvatting 50](#)
 - [Oefeningen 52](#)

3 Beslisbomen als onderbouwing van kasstroomprognoses en investeringsselectie 59

- 3.1 Instrumenten om onzekerheid te kwantificeren 60
- 3.2 Besluitvorming onder onoplosbare onzekerheid 64
- 3.3 Besluitvorming onder onzekerheid met gegeven kansen 65
- 3.4 Reële opties 67
 - [Samenvatting 70](#)
 - [Oefeningen 71](#)

4 Eigen Vermogen als financiering van de start en groei van een bedrijf 73

- 4.1 Samenstelling en groei van het ondernemingsvermogen 75
- 4.2 Institutionele kenmerken van het Eigen Vermogen 76

- 4.3 Winstuitkering aan aandeelhouders [79](#)
- 4.4 Het waarderingsmodel voor aandelen van Gordon [82](#)
- 4.5 Financiering van ondernemingsgroei [84](#)
- 4.6 Claimemissie [93](#)
[Samenvatting 95](#)
[Oefeningen 96](#)

5 Eigenschappen en waardering van vreemd-vermogenstitels [99](#)

- 5.1 Institutionele kenmerken van Vreemd Vermogen [100](#)
- 5.2 Een classificatie van leningen [101](#)
- 5.3 Het risico verbonden aan leningen [105](#)
- 5.4 Het effectief rendement op junk bonds [106](#)
- 5.5 De marktwaarde van leningen [107](#)
- 5.6 Algemene waardering van leningen [109](#)
- 5.7 Het effectief rendement op leningen [109](#)
- 5.8 De rentegevoeligheid van leningen [110](#)
- 5.9 Duration als maatstaf voor rendementsgevoeligheid [112](#)
- 5.10 Nulcouponobligaties [114](#)
- 5.11 Afdekken van renterisico met behulp van hedging [116](#)
[Samenvatting 118](#)
[Oefeningen 119](#)

6 Financiële markten, monetaire sturing en economische berichtgeving [123](#)

- 6.1 Financiële markten [125](#)
- 6.2 Definitie en indeling van financiële markten [127](#)
- 6.3 Partijen op de financiële markt [129](#)
- 6.4 Analyse van de financiële markt [130](#)
- 6.5 Analyse geldmarkt [131](#)
- 6.6 Producten op de kapitaalmarkt [136](#)
- 6.7 Sturing op geldmarkt door monetaire autoriteiten [139](#)
- 6.8 Analyse rentevoet op de kapitaalmarkt [142](#)
- 6.9 Yieldcurve [144](#)
- 6.10 Economische berichtgeving [145](#)
- 6.11 Verklaring van de yieldcurve [148](#)
[Samenvatting 154](#)
[Oefeningen 156](#)

7 Risicovermindering door diversificatie en het CAPM [159](#)

- 7.1 Wat is diversificatie en hoe wordt diversificatie waargenomen? [161](#)
- 7.2 Financieel risico en standaardafwijking [161](#)
- 7.3 Grote ondernemingen en risicospreiding door productverbreding [164](#)
- 7.4 De kern van de portefeuilletheorie bestaat uit rendement, variantie en covariantie [164](#)

- 7.5 Kenmerken van verwacht portefeuillerendement en portefeuillevariantie [165](#)
 - 7.6 De portefeuillegevoeligheid voor marktrisico wordt gemeten met de bèta [169](#)
 - 7.7 Een grafische weergave van een portefeuille met twee aandelen [170](#)
 - 7.8 Portefeuilletheorie rangschikt portefeuilles op rendement en risico [171](#)
 - 7.9 De kapitaalmarktlijn geeft de risicopremie weer voor marktrisico [176](#)
 - 7.10 Het CAPM en de discontovoet voor investeringsprojecten [177](#)
 - 7.11 Afruil tussen onzekere en zekere kasstromen [179](#)
 - 7.12 De bepaling van de bèta in het licht van de vermogensstructuur [180](#)
 - 7.13 De Efficiënte Markthypothese [181](#)
 - 7.14 De beperkingen van het CAPM [182](#)
- [Samenvatting 185](#)
[Oefeningen 187](#)

8 Vermogensstructuur en vermogenskosten 193

- 8.1 Vermogensstructuur [195](#)
 - 8.2 Vermogenskostenvoet [195](#)
 - 8.3 Vermogenskosten en vennootschapsbelasting [196](#)
 - 8.4 Financiële relaties met vermogensverschaffers op de balans [199](#)
 - 8.5 Risico's van te veel Vreemd Vermogen [203](#)
 - 8.6 Optimale vermogensstructuur en belastingstatus van vermogensverschaffers [204](#)
 - 8.7 Toegevoegde-waardeberekening door Vreemd Vermogen [204](#)
 - 8.8 Optimale vermogensstructuur en de wacc [207](#)
- [Samenvatting 210](#)
[Oefeningen 211](#)

9 Werkkapitaalbeheer en Cashmanagement 215

- 9.1 De cash conversion cycle [217](#)
 - 9.2 Werkkapitaalbeheer [219](#)
 - 9.3 De beheersing van het werkkapitaal [221](#)
 - 9.4 Het voorraadbeleid [225](#)
 - 9.5 Debiteurenbeleid [231](#)
 - 9.6 Debiteurenbeheer [240](#)
 - 9.7 Factoring [246](#)
 - 9.8 Crediteurenbeheer [248](#)
 - 9.9 Cashmanagement [249](#)
- [Samenvatting 263](#)
[Oefeningen 266](#)

10 Bankkrediet en het kredietrisico 271

- 10.1 Financieel risicomanagement [272](#)
- 10.2 Investor relations [274](#)
- 10.3 Kredietrisico [276](#)
- 10.4 Basel II/III [278](#)
- 10.5 Financiële analyse ten behoeve van een kredietbeoordeling [283](#)
- 10.6 Z-score van Altman [301](#)

- 10.7 Zekerheden [303](#)
- 10.8 Bankvoorwaarden en offerte [306](#)
 - [Samenvatting 307](#)
 - [Oefeningen 308](#)

11 Opties en optiewaardering: theorie en praktijk [315](#)

- 11.1 Een korte geschiedenis van opties [316](#)
- 11.2 Institutionele kenmerken van opties [317](#)
- 11.3 De georganiseerde optiehandel [318](#)
- 11.4 Van individuele opties naar optieportefeuilles [319](#)
- 11.5 De waardebepaling van opties [320](#)
- 11.6 Waarderen van opties ten behoeve van balansverwerking [337](#)
 - [Samenvatting 338](#)
 - [Oefeningen 339](#)

12 Renterisicobeheer [343](#)

- 12.1 Renterisico [344](#)
- 12.2 Methoden om de omvang van het renterisico in kaart te brengen [346](#)
- 12.3 Instrumenten ter beheersing van het renterisico [355](#)
 - [Samenvatting 380](#)
 - [Oefeningen 382](#)

13 Valutarisicobeheer [389](#)

- 13.1 De valutamarkt [390](#)
- 13.2 Koersnotering en werkwijze van banken [392](#)
- 13.3 Wisselkoerssystemen en prijsvorming [393](#)
- 13.4 Lenen in uiteenlopende valuta en looptijden [398](#)
- 13.5 Vormen van valutarisico [399](#)
- 13.6 Organisatie van het valutarisicobeheer [401](#)
- 13.7 Instrumenten ter beheersing van valutarisico's [405](#)
 - [Samenvatting 423](#)
 - [Oefeningen 425](#)

14 Bedrijfswaardering en bedrijfsovername [433](#)

- 14.1 Methoden van bedrijfswaardering [435](#)
- 14.2 De methode van de intrinsieke waarde [436](#)
- 14.3 De methode van de rentabiliteitswaarde [438](#)
- 14.4 Ratio's [443](#)
- 14.5 Bedrijfswaardering volgens de discounted cashflow-methode (DCF) [444](#)
- 14.6 Overige elementen die bij de bedrijfsovername in het mkb van belang zijn [461](#)
- 14.7 Value Based Management en het meten van waardecreatie [464](#)
 - [Samenvatting 473](#)
 - [Oefeningen 474](#)

15 Trends in financiering 483

- 15.1 Hedendaagse ontwikkelingen in financieringsland 484
 - 15.2 De onderneming als spil in een netwerk van economische relaties 486
 - 15.3 Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen 487
 - 15.4 Maatschappelijk verantwoord financieren 489
 - 15.5 Corporate governance 491
 - 15.6 Agencyvraagstukken binnen grote ondernemingen 495
 - 15.7 Behavioural Finance 497
- Samenvatting 500
Oefeningen 501

Register 503

Inleiding

Om de lezer enigszins vertrouwd te maken met de ontwikkelingen en innovaties in de financiële wereld worden in dit boek naast traditionele instrumenten en methoden ook instrumenten van meer recente datum op het financiële toneel besproken, waaronder instrumenten voor het managen van rente- en valutarisico, hybride vermogenstitels, agencytheorie, corporate governance, securisatie en inzichten uit de behavioural finance. Kennis van deze innovaties is ook nuttig voor studenten die hun toekomstige werkring in het MKB zoeken, of zelf een eigen bedrijf willen opstarten. Uitgerust met kennis van financiële innovaties kunnen zij hun MKB-werkgever verrassen met voorstellen die meer waarde toevoegen aan het financiële beleid van de onderneming in het licht van hedendaagse ontwikkelingen.

Het samenstellen van een boek betekent kiezen voor een bepaalde volgorde, kiezen voor een bepaalde diepgang van de beschrijving van onderdelen van de theorie en praktijk en het bewust weglaten van onderdelen. In dit boek staat de treasuryfunctie centraal. In grote organisaties is deze functie een apart onderdeel in de organisatiestructuur uitgevoerd door een treasurer. In kleinere bedrijven worden de werkzaamheden uitgevoerd door de controller, hoofd administratie of de accountant in de vorm van advisering. Iedere organisatie heeft in meer of mindere mate te maken met treasury-management. De werkzaamheden van de treasurer bestaan uit de onderdelen:

- Corporate finance (de financieringsbeslissing als resultaat van de investeringsbeslissing)
- Werkkapitaalbeheer (operationeel)
- Financieel risicobeheer (Rente- en valutarisicobeheer)

In dit boek volgen we min of meer de traditionele opbouw van het vak financiering. Dat betekent dat, na de bespreking van de inhoud van de treasuryfunctie en werkzaamheden van die treasurer, het boek start met de investeringsselectie onder zekerheid (H2) en onzekerheid (inclusief beslisbomen en reële opties). De investeringsselectie leidt tot duidelijkheid over de vermogensbehoefte van de organisatie, zodat stap 2 van financiering, het aantrekken van vermogen volgt. De kenmerken en waardering van de verschillende financieringsinstrumenten (Eigen Vermogen en Vreemd Vermogen) zijn de onderwerpen van de hoofdstukken 4 en 5. Financiële markten zijn steeds in beweging waardoor prijzen van producten veranderen en daardoor misschien ook wel de behoefte om de creditzijde van een bestaande organisatie anders in te vullen. In de hoofdstukken 6 tot en met 8 worden vervolgens financiële markten, het CAPM (principe dat er een verband is tussen rendement en risico) en de vermogensstructuur / vermogenskosten besproken. Deze drie hoofdstukken zijn vooral theoretisch van aard. Uitgangspunt bij de bespreking van de hoofdstukken is dat

beleggers streven naar maximalisering van de waarde (waarde van de beleggingsportefeuille en aandeelhouderswaarde), rekening houdend met de risicograad.

In hoofdstuk 9 staat het werkkapitaalbeheer en cash-management centraal. De praktijk laat zien dat treasurers en cashmanagers zich vooral met de organisatie en de uitvoering van deze onderdelen bezig houden. De onderwerpen uit hoofdstuk 9 zijn dan ook vanuit de operatie beschreven. Het hoofdstuk is los van de overige hoofdstukken te lezen en te behandelen. Risicobeheer (krediet-, rente- en valutarisicobeheer) wordt besproken in de hoofdstukken 10 tot en met 13. Nieuw is de beschrijving van de manier waarop banken kredietaanvragen beoordelen. De theorie over en waardering van aandelenopties komen in hoofdstuk 11 aan bod, zodat studenten een beter begrip krijgen van rente- en valutaopties. Het boek is echter zo opgesteld dat de hoofdstukken 12 en 13 begrepen kunnen worden zonder eerst het hoofdstuk over aandelenopties te bestuderen.

Het laatste deel van het boek bestaat uit de onderwerpen bedrijfswaardering/bedrijfsovername (hoofdstuk 14) en trends in financiering (hoofdstuk 15). Hoofdstuk 14 kan gezien worden als het voorbeeld van het gebruik van de financieringstheorie. In theorie is er geen groot verschil in het nemen van de investeringsbeslissing en de bepaling van de waarde van een bedrijf. Het grote verschil is dat studenten in hoofdstuk 14 ook gebruik moeten maken van de theorie die besproken is in de hoofdstukken 6, 7 en 8. Het onderwerp Value Based Management komt eveneens in Hoofdstuk 14 aan bod. Agencytheorie, corporate governance, securisatie en inzichten uit de behavioural finance staan centraal in hoofdstuk 15.

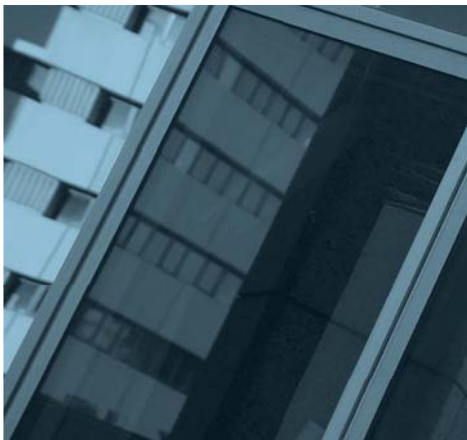
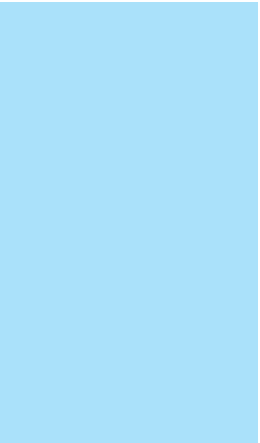
De beschreven volgorde lijkt ons een logische volgorde. In de moderne financieringsliteratuur staat het creëren van waarde nog steeds centraal. Om waardecreatie te kunnen vaststellen is kennis nodig over de bepaling van de disconteringsvoet (Hoofdstuk 7) en kennis over de kasstromen (Hoofdstuk 2 en 14). Beide onderdelen kunnen in omgekeerde volgorde behandeld worden, vandaar dat u het boek in andere dan de door ons gekozen volgorde kunt bespreken. We hebben geprobeerd onderlinge verwijzingen tot een minimum te beperken. Uiteraard is dat niet altijd mogelijk.

Om financiële vakbekwaamheid te verwerven dienen 'de logica van het begrijpen' en 'de kunst van het doen' harmonisch geïntegreerd te worden. *Investerings- en projectanalyse: waardering, financiering en risicobeheer* streeft dit doel na. Om financiële vaardigheden onder de knie te krijgen is het oplossen van vraagstukken en het analyseren van casestudies onontbeerlijk. In het boek zelf treft men relatief weinig vragen aan, maar op de bijbehorende website is een ruime en brede collectie met opgaven opgenomen als oefenmateriaal in oplopende graad van moeilijkheid. Het gebruik van wiskunde is in het boek geminimaliseerd. Alleen daar waar zij onontbeerlijk is om inzicht en begrip in de werking en waardering van vermogens-titels te verkrijgen, zijn elementaire formules in de tekst opgenomen. De computer en spreadsheets zijn niet meer weg te denken als kwalificatie van een financieel manager, financieel adviseur of treasurer. Een deel van de opgaven bestaat daarom uit Excel-opgaven, die de student zowel zelfstandig als in groepsverband kan oplossen met behulp van een

computer. Bij sommige van deze opgaven zullen realtime gegevens gebruikt worden, die de student eerst van gespecialiseerde financiële sites moet downloaden alvorens ermee aan de slag te kunnen gaan. Deze website met opgaven zal regelmatig worden geactualiseerd, van nieuwe opgaven worden voorzien en opgaven met verlopen actualiteitswaarde zullen worden verwijderd.

Ook casestudies zullen in de loop van de tijd worden toegevoegd. Voor de docenten zullen via de uitgever uitwerkingen van deze opgaven op de website van het boek www.investeringsanalyse.noordhoff.nl beschikbaar worden gesteld.

Bij het schrijven van het boek hebben we vooral moeten schrappen. In de praktijk is het financieringsprobleem een complex geheel. Als treasurer moet je de instrumenten kennen, de markt kunnen doorgronden en snappen dat ook de treasuryfunctie onderworpen is aan de principes van Administratieve Organisatie en Controlling. Om instrumenten te kunnen begrijpen is kennis van financiële rekenkunde nodig. Het vakgebied algemene economie bestudeert ontwikkelingen op financiële markten om prijsontwikkelingen en gedrag van politici en monetaire autoriteiten te begrijpen (en te beïnvloeden). Op de website staan niet alleen oefenopgaven, maar ook teksten die het boek niet hebben gehaald, maar die wel een aanvulling en soms een toelichting geven op onderwerpen uit het boek. Het voordeel van een website is dat teksten en actuele ontwikkelingen snel kunnen worden aangepast en gepubliceerd. Het boek is op zich te behandelen, maar we hebben uitdrukkelijk gekozen voor een combinatie geschreven tekst en een website.



1

Treasury management en de financiële functie

- 1.1 De financiële functie
- 1.2 Treasury management
 - Samenvatting
 - Oefeningen

In dit hoofdstuk geven we antwoord op de volgende vragen:

- Wat wordt verstaan onder financieel management?
- Wat is de rol van de treasurer?
- Hoe moet de treasuryfunctie worden ingericht?

De bijlage van dit hoofdstuk is te vinden op www.investeringsanalyse.noordhoff.nl

In hoofdstuk 7 van het boek *Business performance management* (redactie de heer T. Wentink) stelt de heer J. Grazell onder andere het volgende:

‘Samenvattend maken de volgende onderdelen een bestanddeel uit van het vakgebied financieel management:

- Investeringsbeslissing
- Risicomanagement
- Financieringsbeslissing
- Dividend-, beloning- en toezichtbeslissing.

Naast deze beslissingen worden door het management van ondernemingen exploitatiebeslissingen getroffen. Het gaat hier om inkoop-, productie- en verkoopbeslissingen. Dit type beslissingen wordt traditioneel in het vakgebied accounting bestudeerd.’

Blijkbaar is financieel management een containerbegrip. Veel traditionele vakgebieden dragen bij aan de uitvoering van het financieel management. De heer Grazell

met zijn wortels in het vakgebied financiering heeft met de benoeming van de vier onderdelen vooral het vakgebied financiering beschreven.

Het vakgebied financieel management is zo ruim omschreven dat er geen eenduidige definitie van te geven is. Wel zijn er veel functieomschrijvingen die terug te voeren zijn tot financieel manager. Voorbeelden hiervan zijn: controller (Business, Financial of Managerial), accountant AA, hoofd administratie en treasurer. Al deze beroepen hebben op de een of andere manier te maken met financieel management. Opvallend is dat de manier waarop deze functie binnen een organisatie wordt uitgevoerd in Nederland vaak anders benaderd wordt dan in de Angelsaksische literatuur. Op de site van een gerenomeerd trainingsbureau geeft men de uitvoering van het financieel management als volgt weer:

Angelsaksisch model

CONTROLLING

financial analysis
management reporting
financial budgeting and forecasting
cost accounting
risk management

TRANSACTION PROCESSING

account receivable
accounts payable
expense purchasing
external reporting
consolidated reporting
fixed asset accounting
general accounting
internal audit
inventory accounting
payroll
travel accounting

Nederlands model

PLANNING & CONTROL

planning & control
forecasting en budgettering
management & externe rapportages
kostprijscalculatie
investeringsselectie

ADMINISTRATIE

administratie ten behoeve van inkoop

inkoopadministratie
crediteurenadministratie

administratie ten behoeve van productie

productie administratie
project administratie
vaste activa administratie
voorraad administratie

administratie ten behoeve van verkoop

debiteuren administratie
facturering

TAX MANAGEMENT	verkoop administratie
tax compliance	offerte calculatie
tax planning & strategy	administratie - algemeen
	administratieve organisatie
	cashmanagement
TREASURY MANAGEMENT	grootboek administratie
cashmanagement	salaris administratie
treasury management	

Bron: Finance & Control bench-marking, drs. K.L.M. Perik RC en drs. H.B.A. Steens RC MCM, Tijdschrift Financieel Management, 1988

Blijkbaar zijn het begrip treasury management en het beroep van treasurer nog niet helemaal in Nederland doorgedrongen.

1.1 De financiële functie

De financiële functie in organisaties is in de loop der tijd sterk veranderd. In het verleden lag de nadruk vooral op het registreren van transacties (de boekhouding) en veel minder op het genereren van betrouwbare informatie op basis waarvan beslissingen genomen konden worden. De intrede van ICT maakte het mogelijk om dagelijkse transacties efficiënt uit te voeren. De traditionele boekhouder moest transformeren naar een controller. De functie van controller is tegenwoordig zo ontwikkeld dat we spreken van een financial controller, managerial controller en business controller. De financial controller houdt zich vooral bezig met het vastleggen van financiële informatie. De managerial controller ontwerpt kritische prestatie-indicatoren en maakt overzichten die kunnen dienen als input bij de beoordeling van bedrijven of bij beslissingen. De business controller kent de organisatie en is de rechterhand van de directie of maakt zelfs deel uit van de directie. In het algemeen geformuleerd: de controller is betrokken bij het vastleggen van financiële gegevens, maar hij houdt zich ook bezig met het zodanig bewerken van gegevens, dat financiële analyses gemaakt kunnen worden. De controller wordt mede verantwoordelijk voor het ontwerpen en inrichten van werkprocessen en informatiesystemen, waarbij de daaraan gekoppelde Planning & Control-cyclus tot de kernactiviteit behoort. Daarmee functioneert de controller op strategisch niveau. De boodschap die aan de controller wordt meegegeven is dat deze activiteiten moeten leiden tot het creëren van waarde. Het uitvoeren van de processen binnen de financiële functie, zoals het voeren van de administratie en het werkkapitaalbeheer, moet gericht zijn op het vergroten van efficiency. Het inrichten van 'shared service centra' appelleert aan deze veranderde opvatting van de financiële functie. Het 'bedenken' (bijvoorbeeld de gewenste informatie) is een activiteit binnen de organisatie. Het uitvoeren van activiteiten kan buiten de organisatie en door het gebruik van moderne ICT op grote afstand gebeuren.

In figuur 1.1 is de opvatting over het doel en werkwijze van de financiële functie sinds de jaren negentig weergegeven.

FIGUUR 1.1 De inrichting van de financiële functie binnen de organisatie

Niveau	Activiteiten	Gericht op
Strategisch niveau	Belastingen Investors's relations Planning (workflowmanagement) Beslissingsondersteuning Managementrapportage	Waarde toevoegen
Operationeel niveau	Traditionele Administratie <ul style="list-style-type: none"> • consolidatie • vaste activa • debiteuren • crediteuren • salarissen Interne Controle <ul style="list-style-type: none"> • cash management • inkoop • verkoop 	Efficiency vergroten

In het MKB worden de dagelijkse activiteiten door een klein aantal mensen uitgevoerd. Daar waar extra kennis nodig is maakt men gebruik van een accountant. Multinationals hebben een meer complexe organisatie, hebben volume en kunnen de benodigde expertise zelf in huis halen.

1.2 Treasury management

Een startende ondernemer, die een droom wil realiseren, begint met het maken van een ondernemingsplan. In het ondernemingsplan beschrijft de ondernemer onder andere wat hij van plan is (het gat in de markt) en hoe hij denkt het plan te kunnen realiseren. Een vast onderdeel van het ondernemingsplan is het vaststellen van de vermogensbehoefte (de investeringsbeslissing). Stap twee in het proces is het nadenken over de wijze waarop de vermogensbehoefte gefinancierd kan worden. Beide onderdelen, het vaststellen van de vermogensbehoefte en de wijze van financieren (resultierend in de oprichtingsbalans) maken deel uit van het vakgebied financiering. Na de start van de onderneming moet de creditzijde van de balans (de vermogensstructuur) beheerd worden. In het kleinbedrijf gebeurt dat automatisch als een ondernemer nieuwe investeringsplannen heeft en naar de bank gaat voor een herziening van de financiering. In het grootbedrijf kan dat de taak zijn van een specialist, vaak een oud-bankier, de treasurer. De belangrijkste taak van de treasurer is (en daarmee is het begrip treasury management gedefinieerd):

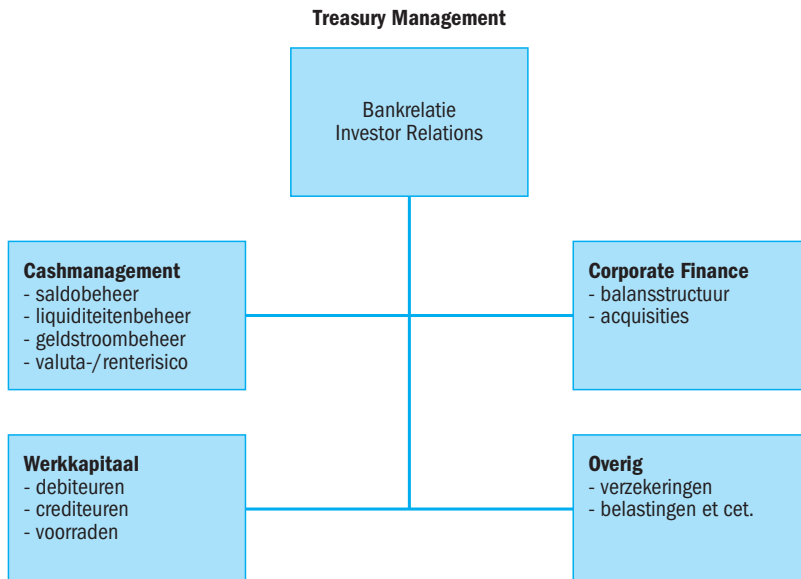
Het creëren en in stand houden van financiële randvoorwaarden voor de ontwikkeling van het kernbedrijf van ondernemingen en doelstellingen.

Bovenstaande taak is concreet uitgewerkt in de volgende drie aandachtsgebieden:

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

De aard van de werkzaamheden van de treasurer maakt dat deze functie meer extern dan intern gericht is. De treasurer onderhoudt een nauw contact met de geld- en kapitaalmarkt om er zeker van te zijn te kunnen beschikken over voldoende vermogen in de juiste vorm. De treasurer wordt dan ook in een vroeg stadium betrokken bij investeringsplannen. Het extern gerichte karakter van de functie maakt de treasurer uitermate geschikt om de contacten met belastingdienst en verzekeringsmaatschappijen te onderhouden. ABN-AMRO heeft in het verleden een schema opgesteld waarbij ze het werkterrein van de treasurer heeft vastgelegd (zie figuur 1.2).

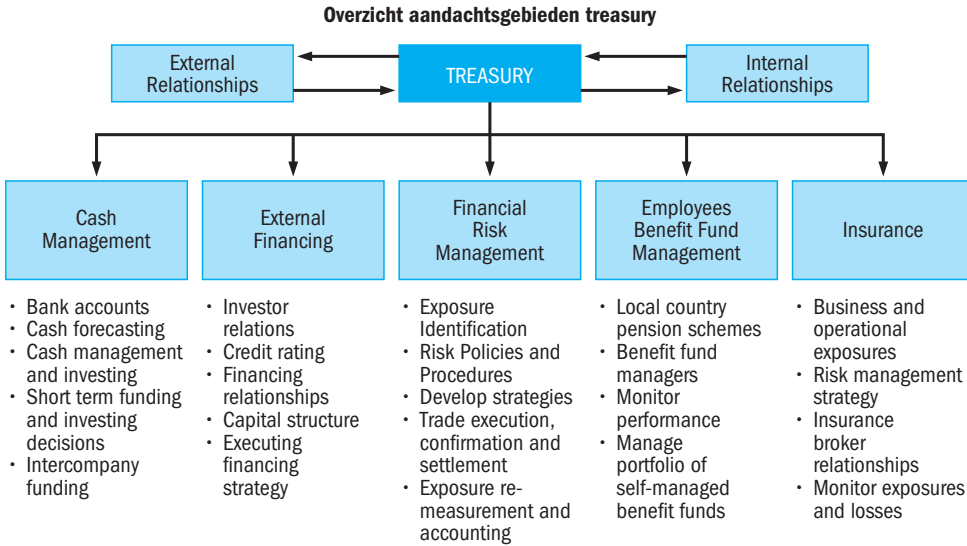
FIGUUR 1.2 Het werkterrein van de treasurer



Bron: ABN-AMRO

Uit figuur 1.2 blijkt dat de treasurer verschillende taken uitvoert. Het gemeenschappelijk kenmerk is de omgang met geld (de geld- en kapitaalmarkt). In het schema worden taken genoemd (vaak operationeel vertaald) en minder management. Het vakgebied heeft zich ontwikkeld. De wereld is steeds complexer geworden. Management heeft een grotere plaats gekregen. De ontwikkeling van het vakgebied is duidelijk te zien aan de hand van het schema waarmee Deloitte Capital Markets treasury management vormgeeft (zie figuur 1.3).

FIGUUR 1.3 Overzicht aandachtsgebieden treasury



Bron: Deloitte

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

- de bepaling van de omvang van het risico
- de ontwikkeling van een beleid ter beheersing van de geconstateerde risico's
- de uitvoering van transacties en het opnieuw vaststellen van de risico's en het vastleggen van de genomen acties.

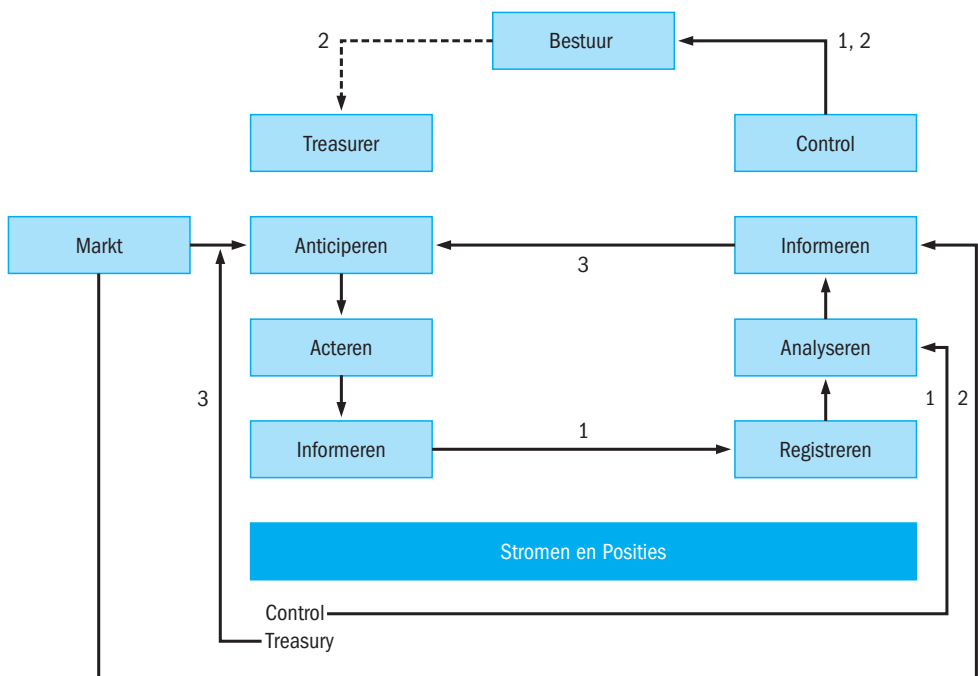
In bovenstaande omschrijving is meer oog voor het beleidsmatige karakter van risicomangement dan in het verleden het geval was en in de meeste handboeken over rente- en valutamanagement is te vinden. De kenmerken van producten staan daar meestal centraal. Waarom een organisatie een product zou gebruiken wordt niet genoemd.

In iedere organisatie worden activiteiten uitgevoerd die behoren tot het werkterrein van de treasurer. Iedere organisatie verricht betalingen, doet aan werkkapitaalbeheer en heeft te maken met risico's als gevolg van ontwikkelingen op de kapitaalmarkt. Een kenmerk van een aantal van deze activiteiten is dat een bedrijf met een relatief kleine hoeveelheid geld enorme posities kan innemen. Volgens de beginselen van Bestuurlijke Informatievoorziening en Interne Controle moet er altijd een verband zijn tussen geld- en goederenstromen. Treasurers hebben wel te maken met geldstromen, maar zelden met goederenstromen. Voor organisaties is het dan ook

van belang om de werkzaamheden van de treasurer zodanig in te richten (bijvoorbeeld door een onderscheid te maken in een back- en een front-office) dat debacles zoals de ondergang van de Baringsbank (Nick Leeson presteerde het om zodanige optieposities in te nemen dat de bank voor €1 verkocht werd aan ING), het Volkswagenschandaal (een treasurer maakte afspraken met een bevriende valutahandelaar waardoor bij winst de twee die winst deelden en Volkswagen moest opdraaien voor verliezen) of de Ceteco-affaire (waardoor de provincie Zuid-Holland veel geld verloor) worden voorkomen. Een gouden regel is dan ook dat de treasurer in toom gehouden moet worden.

Treasury management zou moeten beginnen met de beginselen uit het vakgebied management. Dit betekent dat het management eerst de doelstelling van treasury management moet beschrijven. Moet de treasurer bijvoorbeeld vooral de financiële risico's van een bedrijf op het moment dat ze ontstaan afdekken (risicominimalisatie) of moet de treasurer vooral profiteren van winstkansen (en dus ook de kans op een debacle op de koop toenemen)? De tweede stap is het inrichten van een organisatie en het benoemen van de informatiestromen.

FIGUUR 1.4 Beheersing van de treasurer



Legenda

- 1 verantwoordingsinformatie
- 2 besturingsinformatie
- 3 besluitvormingsinformatie

In figuur 1.4 is de organisatie van de treasurywerkzaamheden vormgegeven. De treasurer volgt de ontwikkelingen op financiële markten en combineert deze informatie met gegevens over de geldstromen en posities van

het bedrijf. Binnen de gegeven bevoegdheden voert de treasurer zijn werkzaamheden uit. Vervolgens informeert hij de afdeling Control over de uitgevoerde werkzaamheden, waarbij het van belang is dat de bevestiging van uitgevoerde transacties direct bij de backoffice wordt geregistreerd (functiescheiding). Vervolgens worden de transacties geanalyseerd en rapporteert de afdeling Control aan de treasurer en het bestuur. Het bestuur beslist of de geformuleerde doelstellingen nog relevant zijn of moeten worden bijgesteld.

Na het inrichten van de organisatie en de bijbehorende informatiestromen worden de instrumenten die de treasurer mag gebruiken benoemd. De doelen, organisatie, afspraken en instrumenten worden in een treasurystatuut vastgelegd. Anders geformuleerd: het treasurystatuut is de basis voor het treasurybeleid en daarmee voor alle handelingen die door de treasuryfunctie worden verricht. Ook de kaders waarbinnen de activiteiten uitgevoerd worden (bijvoorbeeld limieten) worden in het statuut vastgelegd. In Nederland zijn gemeenten (Wet Fido) verplicht een treasurystatuut te hebben. Daarnaast zijn de overige op interne controle gerichte elementen ook van toepassing op de beheersing van de treasuryfunctie. Denk daarbij aan het ontwerpen van een organisatiestructuur (taken en verantwoordelijkheden moeten zodanig verdeeld zijn dat deze passen binnen de vereiste functiescheiding – het eerder genoemde onderscheid in back-, middle en frontoffice); een ethische code waarin het management uitdrukkelijk kiest voor integriteit; functieprofielen waardoor werknemers duidelijkheid krijgen over taken en verantwoordelijkheden en ten slotte een duidelijk personeelsbeleid gericht op het aantrekken en behouden van goede medewerkers.

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

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

Om instrumenten optimaal te kunnen benutten is kennis nodig over de producten die op de financiële markten worden aangeboden en vooral ook inzicht vereist in de werking van deze markten. Een bedrijf neemt pas een treasurer in dienst als er voldoende werk voor die treasurer is. In de meeste gevallen is het de financiële man of vrouw in een organisatie die, zonder de titel van treasurer, de functie naast de overige taken uitvoert. Treasurers maken bij de uitvoering van hun werkzaamheden veel gebruik van financiële overzichten. In de bijlage van hoofdstuk 1 zijn die belangrijkste financiële overzichten (balans-, winst- en verliesrekening en kasstroomoverzicht) beschreven. De bijlage is te vinden op www.investeringsanalyse.noordhoff.nl



Samenvatting

- ▶ In het bedrijfsleven is in de loop der jaren treasury management als specialisme ontstaan. Treasury management is: 'het creëren en in stand houden van financiële randvoorwaarden voor de ontwikkeling van het kernbedrijf van ondernemingen en doelstellingen.' Bovenstaande taak is concreet uitgewerkt in de volgende drie aandachtsgebieden:
 - Zorg dragen voor verkrijging en handhaving toegang tot vermogensmarkt (Investor Relations en Corporate Finance)
 - Optimaliseren van de financiële logistiek (Cashmanagement)
 - Beschermen van vermogen en resultaat tegen financiële risico's (Valuta- en Renterisicobeheer).
- ▶ In eerste instantie waren het vooral oud-medewerkers van banken, die alle aspecten van de financiële markten kenden, die zich als treasurer bij grote organisatie aanboden. Het werkerrein van de treasurer bestaat uit:
 - Corporate Finance en Investor Relations (het beheren van de 'lange' kant van de creditzijde van de balans, dat wil zeggen op zoek naar een optimale vermogensstructuur).
 Werkzaamheden zijn:
 - Informeren van kapitaalverschaffers over de resultaten van het bedrijf
 - Projectmanager bij een emissie van aandelen
 - Aantrekken van financiële middelen op de vermogensmarkt (obligaties en bankleningen)
 - Werkkapitaalbeheer bestaande uit:
 - Voorraadbeheer
 - Debiteurenbeheer
 - Crediteurenbeheer
 - Cashmanagement
 - Geldstroombeheer
 - Saldobeheer
 - Liquiditeitenbeheer
 - Renterisicobeheer
 - Valutarisicobeheer.
 Daarnaast houden treasurers zich bezig met verzekeringen, contacten met de belastingdienst en pensioenfondsen.
- ▶ Een risico bij treasury management is dat het vaak om grote bedragen gaat, die snel van eigenaar kunnen verwisselen en waarbij de normale waardeketen (geld versus goederen) ontbreekt. Het is dan ook belangrijk om de juiste interne controle voor treasurers te organiseren. De organisatie van de treasuryfunctie begint met het opstellen van een treasurystatuut waarin de doelen, activiteiten, informatiestromen (wie rapporteert aan wie) en de toegestane producten worden genoemd.

Oefeningen

Meerkeuzevragen

- 1.1** Een treasurer houdt zich vooral bezig met:
- a** Het opstellen van financiële overzichten.
 - b** Het dagelijks op zoek gaan naar nieuwe beleggingsmogelijkheden van bijvoorbeeld een bouwbedrijf.
 - c** Het beheren van het werkkapitaal en de vermogensstructuur van een bedrijf.
 - d** Het dagelijks bellen van afnemers die hun rekening nog niet hebben betaald.
- 1.2** Welke van onderstaande zaken horen in een treasurywet te worden opgenomen?
- a** Het doel en missie van de organisatie.
 - b** Doel en organisatie van de treasuryfunctie.
 - c** Het maximaal aantal jaarlijks af te sluiten leenovereenkomsten.
 - d** De hoogte van de maximale rentevoet waartegen de treasurer verplichtingen mag aangaan.
- 1.3** In het kader van rente- en valutarisicobeheer moet een treasurer vooral ook kennis hebben van:
- a** De manier waarop instrumenten worden gewaardeerd volgens de internationale accounting standards tot uiting komend in IFRS.
 - b** De manier waarop begrotingen worden opgesteld.
 - c** Interne controlprocessen.
 - d** Management systemen.

Opgaven

- 1.1** **BV Kantoormeubel**
- Mevrouw Jacobine werkt als financieel directeur bij 'BV Kantoormeubel'. De BV Kantoormeubel is een holdingmaatschappij van 20 werkmaatschappijen met vestigingen in Europa en de Verenigde Staten. Daarnaast levert het bedrijf nog aan derden (met name in Oost-Europa) via de vestiging in Nederland. Het bedrijf is opgericht in 1970 en is vooral na 1990 snel gegroeid door het opengaan van de grenzen in Oost-Europa. Het wegvallen van de muur in Berlijn heeft een enorm impuls gegeven aan de relatief goedkope import uit voormalig Oost-Duitsland. Nadat de economie in Duitsland na 1992 enige haperingen begon te vertonen verlegde de bv een gedeelte van haar werkterrein naar de Verenigde Staten.

De omzet van het totale concern bedroeg in 2010 €200.000.000.

De verdeling van de inkoop en omzet over de verschillende landen is als volgt:

	Inkoop	Verkoop
Nederland	10%	25%
VS	35%	35%
Duitsland	30%	10%
VK	10%	15%
Overig West-Europa		25%
Overig Oost-Europa	15%	

De organisatie is zeer commercieel ingericht. Dit betekent dat het zwaartepunt van het beleid ligt op marketing. De afdelingen Verkoop en Inkoop hebben over het algemeen weinig begrip voor financiële problemen. Volgens de directie wordt het in de verkoop verdiend en is de administratie van ondergeschikt belang. De in- en verkoop moet vooral ongestoord voortgang kunnen bieden en als de directie weer een aardig bedrijf heeft opgespoord dat zou kunnen leiden tot synergie, dan moet mevrouw Jacobine de financiering maar zien rond te breien.

Als gevolg van deze beleidslijn hebben de werkmaatschappijen in de verschillende landen volledige financiële autonomie. De facturering en de betaling vinden in principe decentraal plaats. Als een werkmaatschappij het betalingsverkeer wil delegeren aan de holding dan kan dit. Het hoofdkantoor krijgt één keer per maand een financieel overzicht met daarin aangegeven de prognose voor de volgende 6 maanden qua omzet en kosten en de realisatie van de afgelopen maand. Grote afwijkingen met betrekking tot prognose en realisatie worden gemeld en uitgebreid verantwoord. In de praktijk komen grote afwijkingen geregeld voor, waardoor het hoofdkantoor gemiddeld 6 keer per jaar zijn kredietlimiet op de diverse rekeningen-courant-krediet volledig gebruikt voor een langere periode.

Iedere werkmaatschappij mag zelf haar bankier uitzoeken en een rekeningstructuur opzetten. Het gevolg is dat interne verrekeningen via de betaalrekening (daadwerkelijke betalingen) gaan. De Nederlandse vestigingen wordt geadviseerd zaken te doen met de ABN-AMRO of de ING. De eigen bankrekeningen van de Nederlandse werkmaatschappijen zijn van beide banken opgenomen in een rentecompensatiecircuit.

Als gevolg van de groei en wellicht ook het eigen beleid heeft mevrouw Jacobine moeite om binnen de gestelde kredietfaciliteiten van de ABN-AMRO en ING te blijven. Beide banken hebben regelmatig klachten over het gebruik van de rekening.

De werkmaatschappijen kunnen voor hun uitgaande betalingen kiezen voor het direct aanleveren van de betalingsopdrachten bij de eigen bank of het versturen van de factuur naar de holding om de betalingsopdrachten te laten aanmaken op tape. De tape wordt rechtstreeks bij Equens aangeleverd, waarna na verwerking de holding wordt gedebiteerd. Vestigingen die geen

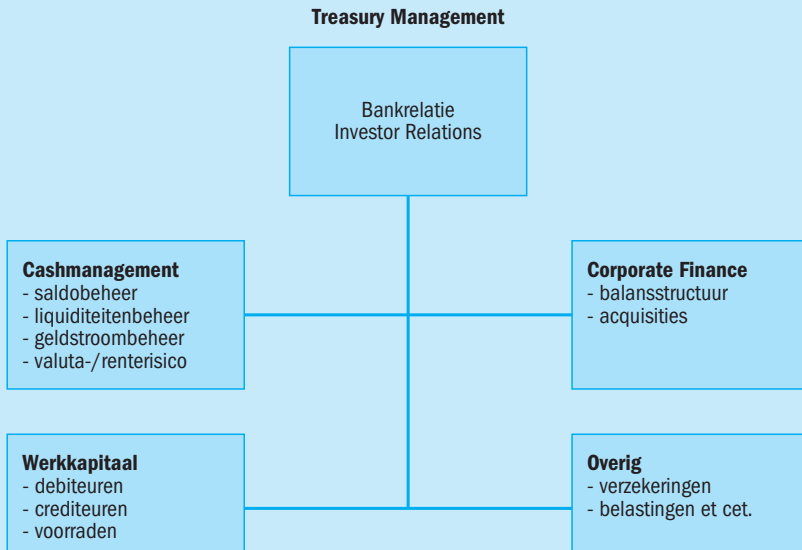
gebruik maken van de diensten van het hoofdkantoor gebruiken in de meeste gevallen electronic banking voor de betalingen. Er is geen goed inzicht in de totale kosten van betalingsverkeer. Werkmaatschappijen hebben de neiging om de bankkosten als te onbetekenend ten opzichte van de overige kosten te beschouwen.

Volgens de accountant laat de administratieve organisatie binnen het concern te wensen over. Het gevolg is onder andere dat het gehele bedrijf meer financieel risico loopt dan ze in principe hoeft te lopen. In de laatste management-letter liet de accountant weten dat hij het raar vond dat de betaling van interne leveringen daadwerkelijk via betaalopdrachten wordt afgewikkeld. Eén medewerker is gemiddeld één dag per week bezig om onderling betwiste vorderingen in beeld te krijgen en via boekingen (soms via een eigen betaalopdracht, wanneer de afnemer weigert meer te betalen en de leverancier weigert een creditnota te sturen) geschillen te beslechten. De accountant heeft ook geconstateerd dat plaatselijke vestigingen er een handje van hebben om te proberen kredietfaciliteiten buiten de twee banken om te regelen.

Gevraagd

Structureer de in de case genoemde zaken in bijgevoegd overzicht; met andere woorden, onder welk onderdeel zijn de genoemde 'misstanden' te plaatsen?

Treasury Management



1.2

Miljardenfraude

Op 28 januari 2008 verschijnt het volgende artikel in NU.NL:

Kerviel geeft ‘verborgen’ handel toe

PARIJS – De van fraude verdachte werknemer van de Franse bank Société Générale heeft toegegeven dat hij zijn handelsactiviteiten verborgen heeft gehouden voor zijn superieuren.

Dat heeft een Franse aanklager maandag gezegd. De 31-jarige Jerome Kerviel deed zijn bekentenis tijdens ondervragingen door de politie.

Reputatie

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

Voorlopige hechtenis

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

Collega's

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

Waarschuwing

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

Zondebok

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

Gevraagd

In hoeverre is bovenstaand voorbeeld illustratief voor de risico's van de inrichting van een treasury-organisatie binnen een bedrijf?

Antwoord:

Kerviel was werkzaam op de treasury-desk van een grote bank. In principe is de treasuryfunctie van een grote bank te vergelijken met een treasuryfunctie van een bedrijf. Een groot verschil is waarschijnlijk dat de activiteiten van Kerviel moeten leiden tot winst (duidelijk een winsttoogmerk), terwijl de meeste treasuryfuncties in het bedrijfsleven gericht zijn op het beperken van risico's (risicoreductie) dan wel kostenminimalisatie. De overeenkomst is dat het gaat om grote bedragen, waarbij er geen relatie is tussen goederen en

geldkringloop. Uit het artikel blijkt dat de mensen op de bank het niet zo nauw namen met de afgesproken limieten. Een van de meest belangrijke uitgangspunten bij de beheersing door treasurers is het afspreken van limieten en het controleren in hoeverre men zich houdt aan de limieten. Een goede scheiding tussen front- en backoffice is van wezenlijk belang. Vanuit de accountancypraktijk is wel bekend dat fraude, dat wil zeggen het bewust omzeilen van regels, nauwelijks te controleren is. Kerviel was blijkbaar een meester in het omzeilen van alle controleprogramma's en heeft daar ook naar gehandeld. Het is bijna uitgesloten om dergelijk gedrag vooraf te voorkomen. Een goed HRM-beleid (screenen kandidaat op integriteit en ethiek) kan excessen voorkomen.