

## DENNIS JULLENS

# ‘Fraude ontdekken zonder hulp van een insider is praktisch onmogelijk’

Samen met oud-collega Steve Cooper runt Dennis Jullens *The Footnotes Analyst*, een veelgeroemde weblog over financiële verslaggeving, aandelenanalyse en -waardering. **Oud-UBS-analist Jullens over stockpicking, financiële schandalen en het nut van kleine lettertjes.**

**D**at een carrière niet te plannen valt, bewijst Dennis Jullens.

In 2012 verloor de Nederlander, in de nasleep van een grootschalige crisis, zijn baan als analist bij de Zwitserse bank UBS. Een handelaar, Kweku Adoboli, had miljarden verspeeld voor de bank met een verkeerde gok. Die mispeerdwong UBS tot een grootschalige reorganisatie. Ook Jullens kreeg pardoes ontslag.

Sindsdien geeft Jullens met veel enthousiasme colleges over accounting, analyse en aandelenwaardering op de twee Amsterdamse universiteiten. Ook frist hij met cursussen de boekhoudkennis van oud-UBS-collega's op die voor firma's aan de buy- en de sell-side werken, zoals Jefferies of Berenberg.

Dat Jullens vooral een liefhebber is, blijkt uit zijn iets uit de hand gelopen hobbyproject: het blog *The Footnotes Analyst*. Samen met oud-collega Steve Cooper duikt Jullens diep in de jaarverslagen en hun analyses illustreren het belang van de kleine lettertjes: een goed voorbereide belegger slaat de voetnoten in de jaarrekening nooit over. Volgens Jullens heeft de nieuwsbrief van *The Footnotes Analyst* zeventuizend abonnees,

**‘DE MEESTE JAAR-VERSLAGEN HEBBEN NU HONDERDEN PAGINA’S. IK VRAAG MIJ SOMS AF OF BELEGGERS DAT WEL ALLEMAAL KUNNEN DOORGRONDEN’**

voornamelijk analisten, accountants en toezichhouders.

Maar hoe is het volgens Jullens eigenlijk gesteld met de financiële verslaggeving van beursbedrijven, hoe kraak je een jaarrekening en heeft het eigenlijk allemaal wel zin, dat actief selecteren van individuele aandelen? Een vraaggesprek.

**1** U bent al dertig jaar actief in deze sector. Is de boekhouding van bedrijven door de jaren heen verbeterd?

“De wereld is veel complexer geworden en dat heeft zijn weerslag op de boekhouding. Dertig jaar geleden stond een bedrijf als Hoogovens op de beurs. Dat waren overzichtelijke balansen. Wat fabrieken en voorraden aan de linkerkant van de balans en wat bankschulden, uitstaande verplichtingen aan leveranciers en eigen vermogen aan de andere kant.

Nu is het grootste bezit van veel bedrijven een verzameling immateriële activa zoals technologische knowhow en merken. Vaak heb je een waaier aan financieringsmogelijkheden, leases en ingewikkelde strategieën met afgeleide producten om allerlei risico's af te dekken. Die complexiteit zie je terug in de resultatenrekening, de balans

en het kasstroomoverzicht. Maar ook in de paragraaf met toelichtingen op de jaarrekeningposten die steeds dikker wordt. De meeste jaarverslagen hebben nu honderden pagina's. Ik vraag mij soms af of beleggers en analisten dat wel allemaal kunnen doorgronden, zelfs de professionals.”

**2** Wat is het meest heikele punt dat nu speelt als het gaat om boekhoudregels?

“Bedrijven investeren steeds meer in immateriële activa, denk aan onderzoek en ontwikkeling (R&D) en aan marketing. De huidige boekhoudregels hebben tot gevolg dat een groot deel van de investeringen nu als kostenpost wordt opgenomen in de winst-en-verliesrekening. Dit drukt vooral bij innovatieve bedrijven met veel R&D-uitgaven de winstgevendheid en kan een vertekend beeld geven van de operationele prestaties.

Eigenlijk is geld dat wordt besteed aan R&D of marketing een investering die in de toekomst opbrengsten en winsten moet gaan opleveren. Het liefst zou je zien dat dit soort investeringen wordt gekapitaliseerd en als actiefpost op de balans terecht komt. Dit gebeurt nu slechts mondjesmaat in Europa (IFRS) en zelfs helemaal niet in de VS (US GAAP).

Ik begrijp best dat accountants, die terecht conservatief zijn, hier moeite mee hebben. Want hoe kun je vaststellen welk deel van de uitgaven aan een marketingcampagne heeft gezorgd voor omzet op de korte termijn (kostenpost, red.) en welk deel voor meer *brand awareness* voor de langere termijn (investering, red.)? En hoe goed kan een accountant inschatten of investeringen in R&D daadwerkelijk gaan renderen?

Iedereen breekt zich het hoofd over dit probleem. Er lopen nu allerlei consultaties om de boekhoudregels aan te passen, maar oplossingen zijn er niet. Ik