

om de financiële verslaggeving van bedrijven te doorgronden. In veel masters op universiteiten is er bijna geen aandacht meer voor dit soort vakken.”

**5** Heeft u zelf weleens een fraudegeval blootgelegd? “Het ontdekken van fraude is echt heel moeilijk. Achteraf kun je makkelijk uit de boekhouding halen dat er waarschuwingssignalen waren. Bij Under Armour kon je bijvoorbeeld zien dat de verplichtingen voor retourzendingen door de jaren heen sterk opliepen. Maar als je er middenin zit, heb je informatie nodig van klokkenluiders die het bedrijf van binnen kennen. De ontdekking van malversaties bij Wirecard door zakenkrant *Financial Times*, de grootste recente boekhoudfraude, was ook nooit gelukt zonder hulp van insiders.

De realiteit is natuurlijk ook dat echt grote fraudes zeer schaars zijn. Dat blijkt ook wel uit het feit dat we het nog steeds over Enron, Worldcom en Ahold hebben, schandalen van ten minste twee decennia geleden. Ik denk dat de conclusie fair is dat het systeem – over de gehele linie – redelijk goed werkt. Er zijn maar weinig ondernemingen waar de boel echt volledig ontspoot.”

**6** Hoe leest u een jaarverslag? “Ik begin met het bestuursverslag, waarin de directie verslag doet van het boekjaar. Dan krijg je gevoel bij de markt waarin een bedrijf opereert en bij de financiële maatstaven die relevant zijn. Vervolgens duik ik in de jaarrekening en de voetnoten om te kijken of het verhaal van bestuurders te rijmen is met de cijfers. Hierbij helpt ook het verslag van de accountant waarin de kernpunten van de controle zijn opgenomen.

Uiteindelijk gaat het erom dat je grip krijgt op de zaken die



belangrijk zijn voor het bedrijf. Bij ASML gaat dat over de boekhoudkundige verwerking van R&D, bij Ahold Delhaize gaat het om de huurcontracten van winkelpanden (leases) en bij maaltijdbezorger JET wil je begrijpen welke aanpassingen worden gemaakt in de alternatieve winstcijfers.”

**7** Steeds meer bedrijven publiceren zelf aangepaste cijfers. Wat vindt u daarvan? “Per saldo ben ik hier niet zo somber over. Bedrijven geven – al dan niet onder druk van nieuwe aankomende regelgeving – steeds meer inzage in waarom de aangepaste maatstaven verschillen van de cijfers die in de jaarrekening staan. Beleggers kunnen dan zelf bepalen of

ze het eens zijn met de aanpassingen van het management en hun eigen sommetjes maken. Een bedrijf als GSK boekt bijvoorbeeld ieder jaar voor honderden miljoenen aan kosten in verband met reorganisaties. Een belegger die een inschatting wil maken van de winstgevendheid in de toekomst, doet er verstandig aan rekening te houden met deze kostenpost.

Het is natuurlijk wel opvallend dat in aangepaste winstcijfers opvallend vaak de lasten als ‘eenmalig’ worden bestempeld en buiten beschouwing worden gelaten. De baten worden vaker wel meegenomen in het aangepaste winstcijfer. Maar het is toch echt wel meer dan de ‘*earnings before all the bad stuff happens*’. Alle extra informatie die een belegger

**‘HET VALT MIJ OP DAT ANALISTEN BIJ KWARTAALCIJFERPRESENTATIES NAUWELIJKS VRAGEN STELLEN OVER DE BOEKHOUDING VAN BEDRIJVEN’**