

DE TIP

voor de thuisbelegger

De belegger doet er goed aan niet **elk geschoond winstgetal** voor zoete koek te slikken

mate het jaarresultaat te bepalen. Voor aandeelhouders is van belang hoe het ondernemingsbestuur omgaat met dergelijke bijzondere omstandigheden. Wie kan sturen, zeilt immers bij elke wind.

VOORBEELD: BAM EN HEIJMANS

Om een beeld te geven waar het over gaat, is van de bouwbedrijven BAM en Heijmans aangegeven welke omvang de in 2015 gemaakte aanpassingen hebben. Ter oriëntatie is ook het verantwoorde netto groepsresultaat vermeld.

	BAM	Heijmans
(x € 1 miljoen)		
Aanpassingen	75	24
Netto resultaat	11	-27

Wat opvalt is dat de aanpassingen per saldo positief zijn. Dit betekent dat de alternatieve resultaten hoger uitkomen. Er wordt dus vaker voor bijzondere lasten dan voor bijzondere baten gecorrigeerd. Dat roept de vraag op voor welke posten er gecorrigeerd wordt. Welke gebeurtenissen worden gerekend tot het buitengewone resultaat, en zijn deze wel zo buitengewoon of ongebruikelijk? Heijmans vermeldt in het jaarverslag: "Het onderliggend operationeel resultaat betreft het operationeel resultaat gecorrigeerd voor operationeel resultaat joint ventures, exclusief eventuele aanpassingen van de waardering van vastgoed- en grondposities, afwaardering goodwill, herstructureringskosten en andere bijzondere posten."

BAM doet het anders. Dat bedrijf preferert het gebruik van het gecorrigeerd resultaat voor belasting. BAM schoont het gerapporteerde resultaat met name voor afwaardering van vastgoed- en grondposities, herstructureringskosten en andere bijzondere kosten.

Het is opmerkelijk dat twee ondernemingen uit dezelfde sector elk een andere geschoonde financiële prestatie-

maatstaf hanteren. Het belangrijkste verschil is dat Heijmans een resultaat vòòr financiële baten en lasten hanteert, terwijl BAM uitgaat van een resultaat nà deze baten en lasten. Voor aandeelhouders bemoeilijkt dit de onderlinge vergelijking.

Beide ondernemingen corrigeren voor herstructureringskosten en hebben de afgelopen jaren meer dan één keer een reorganisatie doorgevoerd. Kun je dit dan nog aanmerken als bijzondere kosten? Behoort een onderneming niet voortdurend de organisatie aan te passen en zijn de daarmee gepaard gaande kosten geen normale operationele kosten?

Het is de vraag waarom afwaarderingen van vastgoed- en grondposities geen deel uitmaken van het onderliggend operationeel resultaat. Heijmans zegt in het jaarverslag zelf dat de waardering van grondposities is gebaseerd op de geschatte opbrengst in het kader van de *normale* bedrijfsvoering. Dan behoort een waardevermindering toch ook tot het gewone resultaat?

GEHANNES

Wat verder opvalt, is dat de overige bedrijfsopbrengsten doorgaans geen deel uitmaken van de aanpassingen. Dat is opmerkelijk omdat hier onder andere winsten of verliezen bij verkoop van vaste activa zijn opgenomen. Waarom behoren deze resultaten wel tot het gewone resultaat?

Dit gehannes met de samenstelling van het 'geschoonde' resultaat ontnemt beleggers het zicht op de ontwikkeling van de resultaten van de operationele activiteiten. Soms lijkt het of er wordt gecorrigeerd voor bijzonder onwelgevallige kosten in plaats van voor bijzondere posten. De posten waarvoor wordt geschoond, zijn vaak nogal arbitrair gekozen.

De vele alternatieve resultaatbegrippen maken de financiële prestaties van ondernemingen

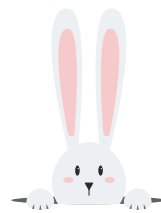
zeker niet vergelijkbaar. Er lijkt te veel vrijheid voor ondernemingen om gewenste prestatie maatstaven te kiezen. Dit geeft voeding aan de gedachte dat het gebruik hiervan voortvloeit uit de wens slechte prestaties te verhullen. Het zal duidelijk zijn dat door nadrukkelijk de aandacht te vestigen op een alternatief resultaatbegrip de prestaties gekleurd worden weergegeven.

CREATIEF BOEKHOUDEN

Wij zullen niet ontkennen dat het nettoresultaat een vertekend beeld kan geven van de financiële prestaties en de verdien capaciteit van een onderneming kan versluieren. Dat daarom een aangepast resultaat wordt getoond, is begrijpelijk en kan zeker belangrijke informatie verschaffen. Hierbij is consistentie in de tijd een belangrijke voorwaarde. De aangebrachte aanpassingen moeten voortvloeien uit gebeurtenissen die duidelijk te onderscheiden zijn van gewone operationele activiteiten en slechts incidenteel voorkomen. Aspecten als: omvang van de post, de vraag of het een bate of een last betreft, mogen geen rol spelen bij de bepaling of deze als buitengewoon wordt aangemerkt. Nu lijkt het of willekeurig posten worden geëlimineerd om het nettoresultaat te schonen. Dat leidt dan weer tot de vraag of hier sprake is van 'creatief boekhouden'.

Dit alles komt wel in een bijzonder licht te staan als we ons realiseren, dat er naast de geschoonde en buitengewone resultaten ook nog zoiets bestaat als rechtstreeks in het vermogen verantwoorde posten (deze staan vermeld in het overzicht van het totaalresultaat). Daar spreken persberichten meestal niet over.

De belegger dient wel kennis te nemen van het alternatieve resultaat, maar doet er goed aan niet alles voor zoete koek te slikken. Uiteindelijk bestaat er ook niet zoiets als een 'geschoond' dividend.



HET IS DE VRAAG WAAROM AFWAARDERINGEN VAN VASTGOED- EN GRONDPOSITIES GEEN DEEL UITMAKEN VAN HET ONDERLIGGEND OPERATIONEEL RESULTAAT