

pas op pagina vier.

Het zijn vooral technologie- en internetbedrijven die een gapend gat laten zien tussen hun GAAP- en non-GAAP-winsten door de voor hen enorme kosten van personeelsaandelen weg te laten. Het wegpoetsten van de kosten van aandelenbeloningen gebeurt niet zonder argumenten. De belangrijkste is dat de uitgifte van aandelen geen operationele kostenpost is, maar een zogeheten equity-event. Het is waar dat compensatie in aandelen niet meteen de uitgaande kasstroom beïnvloedt, zoals het betalen van een uursalaris. Het is bij aandelenopties moeilijk om van tevoren in te schatten wat de uiteindelijke kosten zijn van deze vergoeding. Het hangt af van de beurskoers en de timing van uitoefening door de werknemer. Anderzijds wordt personeel in de VS tegenwoordig vooral beloond met *restricted stock* (aandelen die ze niet meteen kunnen verkopen). De waarde is meteen duidelijk en de kosten dus eigenlijk ook.

RAPPORTAGETRUCS

De meeste beleggers laten zich niet zomaar op het verkeerde been zetten door deze rapportagetruucs. Maar beleggers die wel moeite hebben om de twee cijferapportages goed te doorgronden, hebben niet veel aan de meeste analisten. Zij lijken zich minder druk te maken, tot ergernis van Buffett. "Wall Street-analisten spelen mee in deze poppenkast", aldus het Orakel uit Omaha. "Ze papegaaien de nepcijfers na die ze gevoed krijgen van topbestuurders. Misschien weten ze niet beter. Misschien zijn ze bang dat ze hun ingangen verliezen naar het management. Misschien zijn ze cynisch en spelen ze het spel mee omdat iedereen het doet. Ongeacht hun redenering, deze analisten maken zich schuldig aan het propageren van misleidende cijfers die beleggers kunnen bedriegen."

Het is voor beleggers vooral nu



Het hoofdkantoor van Apple in Cupertino, Californië.



— Warren Buffett —

'WALLSTREET-ANALISTEN SPELEN MEE IN DEZE POPPENKAST. ZE PAPEGAAIEN DE NEPCIJFERS NA DIE ZE GEVOED KRIJGEN VAN TOPBESTUURDERS'

van belang om in de gaten te houden hoe de twee werkelijkheden zich ontwikkelen. Amerikaanse bedrijven zien hun winsten en omzetten al vijf kwartalen op rij afkalven. Vooral in slechte tijden zijn bedrijven geneigd om hun prestaties rooskleuriger neer te zetten. De *Wall Street Journal* waarschuwde onlangs dat het van kwaad tot erger gaat. Iets heel gewoons wordt volgens de zakenkrant door financiële topmannen steeds vaker neergezet als een bijzondere post. De kloof tussen de officiële GAAP-cijfers en de onofficiële was in jaren niet zo groot. De vorige keren dat het gat tussen de officiële en officieuze boekhouding zó groot was: 2008 en 2001 en 2002.

In dat laatste tijdsgewricht schreven bedrijven massaal af op hun mislukte investeringen uit de internet- en telecomgekte. Het melden van de eenvoudige nettowinst kwam ze niet goed uit. Om de impact van afwaarderingen op activa, boekwinsten of voorzieningen weg te poetsen kwamen er nieuwere toverbegrippen. Neem *ebitda* (een afkorting van de winst

voor rentelasten, belastingen en afschrijvingen op vaste en immateriële activa). Ook wel bedrijfsresultaat of operationele winst genoemd. Door het weglaten van de investeringskosten en allerlei 'eenmalige' afschrijvingen konden bedrijven als KPN en Versatel vijftien jaar geleden verrassen met wat ze een 'positieve *ebitda*' noemden.

In *Het Financieele Dagblad* maakte de term zijn debuut in een persbericht van KPNQwest, het bedrijf dat beleggers voorgelogen bleek te hebben en al een jaar later, in 2002, failliet ging. Het was niemand minder dan Buffett die daar twee decennia geleden schande van sprak. Bestuurders die deze modieuze manier van rapporteren omarmden, waren volgens de belegger vaker betrokken bij boekhoudfraude dan bestuurders die traditioneel rapporteerden. "Ze proberen je te belazeren of ze belazeren zichzelf", zei hij in 2002.

VECHTEN TEGEN DE BIERKAAI

Maar het was vechten tegen de bierkaai. Bedrijven gingen hun gang met nieuwe winstbegrippen.