

# Treasury management in perspectief

Drs. L.P.E.M. van den Boom

## 1 Inleiding

Treasury management kan in algemene zin worden omschreven als de besturing, het beheer en de bewaking van financiële posities (voorraadgrootheden), financiële stromen (stroomgrootheden), alsmede de aan deze posities en stromen verbonden risico's.

In de financieringstheorie wordt relatief beperkte aandacht geschonken aan vraagstukken op het terrein van treasury management en cash management. Geconstateerd kan worden dat er sprake is van een zekere mate van onevenwichtigheid tussen enerzijds de hedendaagse belangstelling voor deze vraagstukken in de praktijk, en anderzijds de beschikbaarheid van een adequaat theoretisch fundament.

De aandacht voor treasury management in de praktijk is de laatste decennia sterk toegenomen onder invloed van – met name – de ontwikkelingen in de informatietechnologie en in de financiële markten, en vindt haar primaire oorsprong in de noodzaak tot een grotere beheersing van financiële stroomgrootheden en financiële risico's. Doch tevens in de wens tot het genereren van additioneel rendement, als gevolg van de mogelijkheden en kansen, welke zich voordoen bij het opereren op het snijvlak tussen de bedrijfshuishouding en de financiële markten.

De opkomst van de treasury functie is derhalve onmiskenbaar, echter kent in haar ontwikkelingsgang een onbestendig verloop. Deze onbestendigheid wordt met name veroorzaakt door de voortdurende afweging tussen de potentiële effecten van een betere beheersing van financiële risico's en de daaraan verbonden

beheerskosten. Daarbij dient onderscheid te worden gemaakt tussen beheerskosten, welke zijn gericht op het verhogen van de doelmatigheid van de financiële logistiek of geldbeweging in de onderneming enerzijds en die, welke worden gemaakt in het kader van de instandhouding van een treasury functie, opererend in een efficiënte omgeving anderzijds. De aard en omvang van deze laatste categorie beheerskosten is met zekere regelmaat aanleiding voor de discussie omtrent het nut en de toegevoegde waarde van treasury management voor de onderneming.

Deze bijdrage beoogt een inzicht te geven in de reikwijdte van de treasury functie, zoals die in overwegende mate wordt aangetroffen bij in Nederland opererende ondernemingen en instellingen. Naast een beschrijving van het taakgebied en de daaraan gerelateerde doelstellingen, wordt een onderscheid gemaakt tussen een drietal invalshoeken, waarmee het vakgebied kan worden benaderd. Tenslotte worden twee actuele aspecten belicht, te weten het bepalen van de toegevoegde waarde van treasury en de ontwikkeling van de functie in een sterk aan verandering onderhevige situatie.

## 2 Doelstellingen, inhoud en aard van de treasury functie

Als functie heeft treasury management veelal een (concern-) ondersteunend karakter en dient als zodanig een afgeleide te zijn van het kernbedrijf. De doelstellingen welke in het ka-

---

Drs. L.P.E.M. van den Boom, registeraccountant, is partner van de Van Den Boom Groep, corporate finance consultants te Nieuwegein.

der van de uitoefening van de treasury worden geformuleerd, zullen derhalve ondergeschikt, doch tevens ondersteunend zijn aan de primaire ondernemingsdoelstellingen en behoren aan de realisatie daarvan een bijdrage te leveren.

Een drietal kerndoelstellingen van treasury wordt onderscheiden, namelijk:

### *1 Het verkrijgen en handhaven van toegang tot de vermogensmarkten*

Uit hoofde van de continuïteit van de onderneming, is een blijvende toegankelijkheid tot de vermogensmarkten een cruciale factor. Vanzelfsprekend dient daaraan te worden toegevoegd dat het aantrekken van middelen geschiedt tegen 'gunstige' voorwaarden, welke in overeenstemming zijn met de omvang en reputatie van de betreffende onderneming. Teneinde de kernactiviteiten blijvend te kunnen financieren, dient, met inachtneming van specifieke omstandigheden en ontwikkelingen in de financiële markten, aan een aantal voorwaarden en criteria te worden voldaan, zoals de ontwikkeling van omzet, resultaat en cash flow, de omvang en aard van de balanstech-nische leencapaciteit (tot uiting komend in de vermogensverhoudingen), en de professionaliteit en kwaliteit van het optreden van de onderneming naar de diverse vermogensverschaffers.

### *2 Het beschermen van vermogen en resultaat tegen financiële risico's*

De treasury functie kan tevens een belangrijke bijdrage leveren door de kernactiviteiten van de onderneming, zoals gereflecteerd in het vermogen en het resultaat, tegen ongewenste invloeden als gevolg van waardeschommelingen in de financiële markten te beschermen. Het betreft dan met name valuta- en renterisico's en, voor zover van toepassing, beleggingsrisico's.

De mate van gevoeligheid van vermogen en resultaat voor valutarisico's wordt bepaald door:

- de omvang, richting en aard van de commerciële en financiële kasstromen en vermogensposities,

- de mogelijkheden om koersschommelingen af te wentelen op afnemers en leveranciers, zonder aantasting van de commerciële en strategische positie van de onderneming, en
- de mate waarin koersschommelingen zich voordoen in relatie met de onderliggende renteverschillen.

De mate van rentegevoeligheid van een onderneming kent een statische en een dynamische invalshoek. Bij de statische rentegevoeligheid ligt de nadruk op de omvang van het met vaste en variabele rente gefinancierd vreemd vermogen en de rente-typische looptijd van deze financieringsfaciliteiten. De dynamische rentegevoeligheid (of het 'economisch' renterisico), richt zich daarentegen op de balanstech-nische rentestructuur waarbij de rentetypische en looptijdtypische kenmerken van de passiva in combinatie met de rentestructuur en omloopsnelheid van activa worden beheerd.

### *3 Het optimaliseren van de financiële logistiek*

De derde kerndoelstelling, verbonden aan de treasury functie is het optimaliseren van de financiële logistiek, als zijnde het proces en de infrastructuur van doorstroming, omzetting en voorraadbeheer van financiële grootheden. Het financieel logistieke proces omvat derhalve de inkomende geldstromen van derden, de intercompany geldstromen, de voorraad liquide middelen (vastgelegd in diverse vermogenstitels) en de uitgaande geldstromen naar derden, terwijl de infrastructuur betrekking heeft op het netwerk van bankrelaties en andere financiële (tegen)partijen. Optimalisatie van dit logistieke proces richt zich in dit verband op het zodanig stroomlijnen van de geldbeweging binnen de onderneming, dat de directe en indirecte kosten van het betalingsverkeer en de kosten van het omzettingsproces worden geminimaliseerd, alsmede dat de doelmatigheid (efficiency), gemeten naar snelheid, flexibiliteit en kosten zo groot mogelijk is.

Doelstellingen, functiegebied en taken kunnen dan als volgt worden ingedeeld:

Doelstellingen	Functie/taak gebied
1 Toegang tot financiële markten	1 Ondernemings-financiering
2 Bescherming tegen financiële risico's	2 Valuta- en rente- risicobeheer
3 Optimalisatie financiële logistiek	3 Saldobeheer en geldstroom- besturing

Opgemerkt zij, dat in de praktijk voorkomende taken zoals het verzorgen van investor relations, het beheer van de assurantie-portefeuille en de subsidiebehandeling niet tot de directe taakgebieden van de treasury functie worden gerekend.

Wel wordt gesteld dat het onderhouden van relaties in de financiële markt (banken, geldmakelaars e.d.) een essentieel onderdeel van treasury vormt.

Ongeacht de organisatorische vorm, zijn de treasury taken gericht op het realiseren van de drie kerndoelstellingen, welke afgeleid of ondersteunend zijn aan de concernstrategie en de concerndoelstellingen.

De aard van de treasury taken en van de daaruit voortvloeiende werkzaamheden is gedeeltelijk stafmatig en gedeeltelijk lijn- of operaties-gericht.

De stafmatige werkzaamheden omvatten in het algemeen de beleidsvoorbereiding, de onderzoeks- en ontwikkelingsactiviteiten, de advisering en de richtlijnverstrekking. De operaties betreffen de feitelijke uitvoering van het aangaan van treasury transacties en het coördineren en bewaken van min of meer terugkerende c.q. routinematige procedures of activiteiten. Vanzelfsprekend is de grens tussen stafmatig en operationeel in de praktijk minder scherp dan hier wordt gesuggereerd.

### 3 Drie invalshoeken

De vakinhoudelijke literatuur op het terrein van de treasury functie beperkt zich met name tot bepaalde deelelementen, waarvan de keuze lijkt ingegeven te worden door actuele gebeurtenissen in de praktijk. Zo was de 'Volkswagen-affaire' (valuta fraude) in 1987 aanleiding voor een reeks uitgebreide verhandelingen over de controle aspecten in en rondom treasury afdelingen. Hetzelfde deed zich voor naar aanleiding van de introductie van de eerste electronic banking systemen en bij de invoering van nieuwe betalingstechnieken en tarifieringsregels.

Gesteld kan worden dat de benaderingswijze in de vakliteratuur doorgaans van een sterk instrumenteel karakter is en dat als zodanig diepgaande en evenwichtige beschouwingen ontbreken. De schoksgewijze ontwikkeling van het vakgebied in de praktijk zal de belangrijkste reden daarvoor zijn.

Enige structurering van het vakgebied is derhalve gerechtvaardigd, indien deze voldoende basis zou vormen voor verdere analyse en studie.

Drie invalshoeken, waarmee het terrein van treasury management kan worden benaderd, worden onderscheiden.

#### *a De technische of instrumentele benadering*

In deze benadering wordt treasury management gezien als een – operationeel – beheersproces, waarbij een verzameling technieken, methoden en instrumenten de treasurer ter beschikking staan en waaruit een keuze wordt gedaan met het oog op minimalisatie van de vermogenskostenvoet of optimalisatie van de verhouding tussen financieel rendement en zogenoemde inherente risico's. De uitkomsten van dit instrumentele beheersproces zijn afhankelijk van een viertal variabelen, namelijk de produktkeuze, het volume, de prijs en het tijdstip.

De *produktkeuze* betreft het instrument, de techniek of de methode waarvoor in een bepaalde besluitvormingssituatie wordt gekozen,

bijvoorbeeld het valutadekkingsinstrument (de contante dekking, het termijncontract, de valutaswap of de valuta-optie) bij het ontstaan van een wisselkoersrisico. Onderscheid kan worden gemaakt tussen interne en externe technieken, waarbij de eerste categorie is gericht op een optimale (her-)allocatie en stroomlijning van – binnen het concern bestaande – financieringsmiddelen, risico-posities en betaalstromen (een voorbeeld is de techniek van intercompany clearing, ook wel netting genaamd). Externe technieken en instrumenten betreffen de door de financiële markten en instellingen ter beschikking gestelde produkten, welke variëren van traditionele lenings- en kredietvormen tot de nieuwste 'off-balance'-instrumenten en derivaten. Ook faciliterende technieken zoals rentecompensatie-systemen en factoring behoren tot de categorie van externe produkten.

De mate van beïnvloeding door de treasurer in het instrumentele beheersproces is minder groot dan doorgaans wordt verondersteld. Het *volume* van de treasury transacties wordt hoofdzakelijk bepaald door de omvang van de onderliggende commerciële posities en door de omvang van het investeringsvolume. Hetzelfde geldt voor de *prijstelling* van de door treasury aangegane transacties. De prijsvorming in de financiële markten voltrekt zich doorgaans autonoom en kan enkel worden beïnvloed door uitzonderlijk hoge volumes. Vanzelfsprekend zijn de meer faciliterende produkten en diensten wel onderhandelbaar, doch altijd in marginale zin.

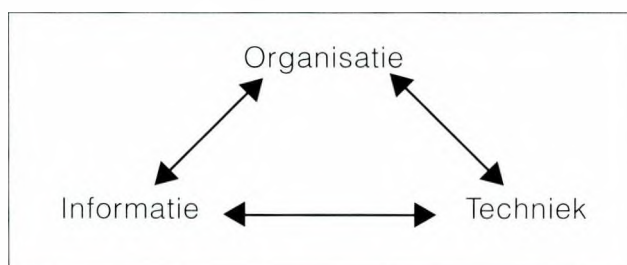
Het prijseffect van treasury transacties is, met inachtnaam van het volume, het gevolg van de combinatie tussen produktkeuze en het *tijdstip* waarop (de verplichting tot) de transactie wordt aangegaan.

De kwaliteit van het treasury management in het instrumentele beheersproces is derhalve afhankelijk van de beschikkingmacht over interne en externe technieken, methoden en instrumenten, van het inzicht in de prijsvorming in de financiële markten en van de aanwezige vaardigheden in het kiezen van de juiste 'timing'.

*b De bedrijfskundige benadering*

In de bedrijfskundige benadering van treasury management, neemt het instrumentele beheersproces een minder prominente plaats in. De kwaliteit van het treasury management wordt in deze benadering bepaald door een aantal – samenhangende – elementen, namelijk de plaats van de treasury in de organisatie, de kwaliteit van de treasury informatievoorziening, alsmede de beschikbaarheid van toepasbare technieken en instrumenten en de vaardigheid waarmee deze worden aangewend.

In schema:



Dit driehoeksverband, ook wel de 'Treasury Triangel' genoemd, kenmerkt zich door de onlosmakelijke verbondenheid en wisselwerking tussen de drie elementen.

De plaats van treasury in de organisatie, alsmede de relaties die treasury onderhoudt met andere organisatie-onderdelen is (mede) bepalend voor de aard en inhoud van de benodigde informatievoorziening, op basis waarvan de treasury besluitvorming zich voltrekt. Evenzo is de organisatorische positie van de treasury van invloed op de relevantie van het gebruik van bepaalde methoden en technieken, terwijl er tussen de informatievoorziening en het aan te wenden instrumentarium een meer voorwaardelijke relatie bestaat.

Deze wisselwerking tussen organisatie, informatie en techniek gaat op met inachtnaam van het geformuleerde treasury beleid en de daarbij behorende doelstellingen.

In de praktijk kan worden waargenomen dat bij het ontbreken van een duidelijke visie en beleid, de interactie tussen de genoemde ele-



menten zich in onvoldoende mate voltrekt, met als gevolg dat de door treasury gegenereerde resultaten van een suboptimaal niveau zijn.

*c De functionele benadering*

In de functionele benaderingswijze wordt de plaats en positie van treasury management in de organisatie centraal gesteld.

De functionaliteit komt daarbij in een tweetal opzichten tot uiting, namelijk in de verdeling van verantwoordelijkheden, taken en bevoegdheden tussen de treasury functionaris of afdeling en andere concernonderdelen, alsmede in de specifieke werkwijze of rol van de treasury.

Het vraagstuk van de taakverdeling betreft in feite de mate van centralisatie of decentralisatie in treasury verantwoordelijkheden, waarbij beoordeeld wordt welke kwantitatieve en kwalitatieve voordelen zijn verbonden aan de verschillende alternatieve niveaus van (de-)centralisatie. In de hedendaagse praktijk zijn, ondanks een duidelijke tendens naar decentralisatie van het kernbedrijf, de meeste treasury afdelingen op holding-niveau gecentraliseerd.

Als gangbare motieven voor deze centralisatie worden genoemd de voordelen uit hoofde van economies-of-scale (volume-effecten), economies-of-scope (superieur in- en overzicht) en het compensatie- cq. regulatiepotentieel (eliminieren van tegengestelde posities binnen de onderneming; doelmatigheidsvoordelen).

In relatie tot de taakverdeling komt ook het vraagstuk van de werkwijze van de treasury aan de orde, waarbij vier basisrollen kunnen worden onderscheiden.

De treasury als interne *bank* ('in-house bank') gaat een transactie-gerichte relatie aan met de concernonderdelen (werkmaatschappijen en divisies), waarbij zij bancaire produkten ter beschikking stelt, tegen al dan niet marktconforme voorwaarden. Deze bancaire produkten kunnen variëren van eenvoudige leningsvormen en dekkingsinstrumenten tot meer geavanceerde produkten als opties en swaps.

In tegenstelling tot deze bancaire relatie, neemt de treasury als *agent* geen eigen posities in, doch treedt namens en ten behoeve van werkmaatschappijen op naar de banken en andere financiële tegenpartijen en heeft als zodanig een meer bemiddelende rol.

Typierend voor een treasury in de rol van *coördinator*, is de gecentraliseerde verantwoordelijkheid en bevoegdheid om interne financiële posities – stromen en risico's – te alloceren en te reguleren. Kenmerkende voorbeelden van coördinerende activiteiten zijn het beheer van saldo- en rentecompensatiecircuits, het management van multilaterale netting-systemen en het beheer van internationale cash pools en lock-box (incasso-)systemen.

Meer geavanceerde vormen van coördinatie treft men aan in de vorm van zogenaamde 'treasury vehicles', waarbij gebruik wordt gemaakt van centralisatietechnieken zoals reïvoicing en in-house factoring, met als gevolg dat decentrale (risico-)posities worden gekanaliseerd via het vehicle. Typische voorbeelden daarvan zijn het coördinatiecentrum in België of het multi-currency-centrum in Zwitserland.

De treasury in de rol van *consultant* heeft een meer adviesgerichte relatie naar de andere concernonderdelen, met name in situaties waar de operationele treasury verantwoordelijkheden zijn gedecentraliseerd. Bij een dergelijke werkwijze is enerzijds sprake van gebundelde expertise op centraal niveau, welke op doelmatige wijze in de vorm van adviezen en richtlijnen kan worden overgedragen naar de decentrale concernonderdelen, terwijl anderzijds het voordeel van lokale, decentrale uitvoering niet wordt aangetast.

Opgemerkt zij dat in de praktijk veelal sprake is van een combinatie van bovengenoemde rollen, met een differentiatie naar taakgebied. Zo kan het voorkomen dat de centrale treasury op het terrein van de financiering in een bancaire rol optreedt, terwijl op het gebied van het valuta- en rentemanagement de rol van agent wordt vervuld.

#### **4 De treasury functie in een veranderende omgeving**

Veranderingsprocessen gaan gepaard met wijzigingen in een of meerdere, al dan niet samenhangende elementen in een organisatie. Deze elementen betreffen de strategie ('richting of koers') van het bedrijf, de producten en/of diensten van de onderneming in relatie tot de markten, de bedrijfsprocessen (de doelmatigheid, de beheersing), de interne organisatie (wijze van besturing, verdeling van taken) en de omgeving (wet- en regelgeving). De mate van verandering kent vanzelfsprekend verschillende gradaties. Bij de meeste organisaties is op ieder moment sprake van verandering in een of meerdere elementen, waardoor gesproken kan worden van continue veranderingsprocessen.

Binnen de context van deze bijdrage wordt uitgegaan van grootscheepse en diepgaande (derhalve fundamentele) veranderingsoperaties zoals reorganisaties, verzelfstandigingsprocessen en privatiseringen, alsmede fusieprocessen met een hoge mate van integratie. Dergelijke operaties hebben het gemeenschappelijk kenmerk dat sprake is van daadwerkelijke transformatie en dat de organisatie in feite een metamorfose ondergaat. De beoogde resultaten ervan, dienen evenwel te worden afgewogen tegen de dikwijls als negatief ervaren 'veranderingspijn'.

Binnen het moeilijk beheersbare krachtenveld dat als gevolg van fundamentele veranderingen binnen de organisatie zal ontstaan, speelt de financiële discipline ten alle tijde een coördinerende en richtinggevende rol. De aard van de financieel-administratieve functie of control-functie impliceert dat de bedrijfseconomische effecten – in de vorm van planning en verantwoording – zichtbaar dienen te worden gemaakt. Planning en control vervult als zodanig een spilfunctie binnen het veranderingsproces door enerzijds de beoogde en gerealiseerde effecten van de veranderingen te registreren en te rapporteren en anderzijds

door te signaleren welke bedrijfseconomische consequenties verbonden zijn aan elk van de in aanmerking komende strategische varianten.

De financierings- of treasury functie daarentegen heeft binnen het kader van de veranderingsoperatie een meer afgeleide rol. De concernstrategie en de daarbij behorende besturingsfilosofie zijn in belangrijke mate bepalend voor de wijze waarop de financiering van de organisatie wordt gestructureerd en voor de wijze waarop de financieringsverantwoordelijkheid wordt verdeeld binnen het bedrijf.

Des te opmerkelijker is dan ook dat bij vele grootscheepse veranderingsoperaties met de (her)structurering van de financieringsfunctie veelal als eerste wordt aangevangen, zodat deze een voorbeeldwerking verkrijgt voor andere veranderingstrajecten.

Kenmerkend voor het nog onvolgroeide karakter van de treasury functie is het feit dat de kwaliteit ervan in te grote mate wordt bepaald door enkel de individuele kwaliteiten/opvattingen van de aanwezige treasurer. Dit impliceert dat bij een relatief grote mobiliteit van treasurers (de overstap naar andere ondernemingen of naar andere functies binnen de eigen organisatie) achterstand wordt opgelopen in de ontwikkeling, danwel dat naar inzichten van de nieuw aangetrokken treasurer een ontwikkeling volledig wordt vervangen door de opzet van een ander concept of een andere richting.

Veranderings- en ontwikkelingsprocessen ten aanzien van de treasury functie hebben betrekking op een drietal aspecten, namelijk het object of deelobject van verandering, de invloed van de organisatorische omgeving, en het type veranderingsproces.

##### *1 Object of deelobject van verandering/ontwikkeling*

De stand van de ontwikkeling - en daarmee de kwaliteit - van treasury wordt in het bijzonder bepaald door de navolgende elementen:

- a het treasury beleid
- b de organisatie en werkwijze van de treasury
- c de informatievoorziening
- d de methoden, technieken en instrumenten.

Elk van deze elementen dient in de onderneming ontwikkeld te worden en is daarmee tevens object van verandering. Vanzelfsprekend is er sprake van een nauwe samenhang tussen de ontwikkelingsstadia van deze onderdelen, waar logischerwijs ook een zekere volgtijdelijkheid in aan te brengen is.

### *2 De invloed van de (organisatorische) omgeving*

De mate, richting en snelheid van treasury ontwikkelings- en veranderingsprocessen staan onder invloed van specifieke kenmerken van de onderneming, te weten:

- a de concernstructuur en de concernstrategie
- b de besturingsfilosofie en de besturingsprincipes
- c de cultuur in de organisatie
- d de aard en omvang van financiële posities, stromen en risico's.

In algemene zin kan worden gesteld dat het treasury beleid ondersteunend zal dienen te zijn aan de concernstrategie en dat de treasury werkwijze in overeenstemming behoort te zijn met de besturingsprincipes en de heersende cultuur. Omgekeerd geldt dat een wijziging of verandering in een van deze ondernemings-specifieke kenmerken direct of indirect van invloed is en derhalve tot verandering leidt bij de onder ad. 1 genoemde treasury elementen.

### *3 De aard van het veranderingsproces*

Grootscheepse, fundamentele veranderingsprocessen binnen de organisatie hebben een directe invloed op de opzet, inrichting en werkwijze van de treasury functie. In dit verband is het relevant om het navolgende onderscheid in aard van veranderingsproces te maken:

- a reorganisatie
- b privatisering
- c fusie.

Reorganisatieprocessen hebben primair betrekking op een wijziging in de concernstructuur, al dan niet als gevolg van een aangepaste strategie en gewijzigde besturingsprincipes.

Kenmerkend zijn reorganisaties gericht op het reduceren van stafafdelingen in de holdingstructuur, in het kader van een besparingsoperatie en/of een decentralisatie van verantwoordelijkheden en bevoegdheden.

Een privatisering of verzelfstandiging heeft met name betrekking op een wijziging in de aandeelhoudersstructuur en/of in de vrijheidsgraden, waarmee de onderneming wordt bestuurd. Dergelijke processen impliceren veelal een wijziging in elk van de onder ad. 2 genoemde kenmerken van de onderneming.

Fusieprocessen kunnen soortgelijke veranderingen met zich mee brengen, zij het dat de nadruk daarbij ligt op een samensmelting van (onderdelen van) twee organisaties, waarbij veelal een gewijzigde concernstructuur en -strategie de boventoon voert. De integratie van verschillende culturen is bovendien een specifiek fusie-kenmerk.

Het treasury beleid is in de praktijk nauw gerelateerd aan zowel de concernstrategie, als aan het financiële (risico-)profiel van de organisatie. Ook de cultuur (bijvoorbeeld de mate van risico-aversie) kan invloed uitoefenen op de inhoud van het treasury beleid.

Veranderingen in de besturingsprincipes (de wijze van toezicht en sturing door de leiding) of in de financiële posities zullen doorgaans wijzigingen in de organisatie en werkwijze van treasury met zich brengen.

Zowel de treasury informatievoorziening als de toegepaste treasury instrumenten, methoden en technieken staan onder invloed van (veranderingen in) de concernstrategie, de besturing, de ondernemingscultuur en het financiële profiel.

Het leggen van deze globale relaties geeft aan dat met name privatiseringsoperaties een totaal gewijzigde opzet en werkwijze van de treasury functie met zich mee zullen brengen. Overigens beschikken veel te privatiseren or-

ganisaties in het geheel niet over een verbijzonderde treasury afdeling, welke dus eerst ontstaat in het proces van verzelfstandiging. De besturingsautonomie, welke met een dergelijke operatie gepaard gaat, houdt tevens een zelfstandige verantwoordelijkheid in voor het aantrekken van financieringsmiddelen en het beheren van geldstromen en financiële risico's.

Een fundamentele reorganisatie impliceert doorgaans een wijziging in de concernstructuur en -strategie en zal, als gevolg daarvan de inrichting en werkwijze van treasury aanzienlijk kunnen beïnvloeden. Zoals eerder gesteld, dient het treasury beleid ondersteunend – en daardoor een afgeleide – te zijn van de concernstrategie en -doelstellingen. In de praktijk kan worden waargenomen dat reorganisaties dikwijls een sterke reductie van stafafdelingen met zich mee brengen, met het oogmerk de relatief hoge holdingkosten te verminderen.

Zonder de feitelijk toegevoegde waarde van de treasury voor de organisatie te beoordelen en de doelmatigheid van haar functioneren in deze beoordeling te betrekken, worden bij reorganisaties veel treasury afdelingen in omvang (aantal mensen/functionarissen) teruggebracht. Het feit dat treasury naast een stafmatig ook een lijngericht karakter heeft, en als zodanig een meer resultaatbeïnvloedende rol speelt dan andere stafafdelingen, wordt daarbij vaak uit het oog verloren.

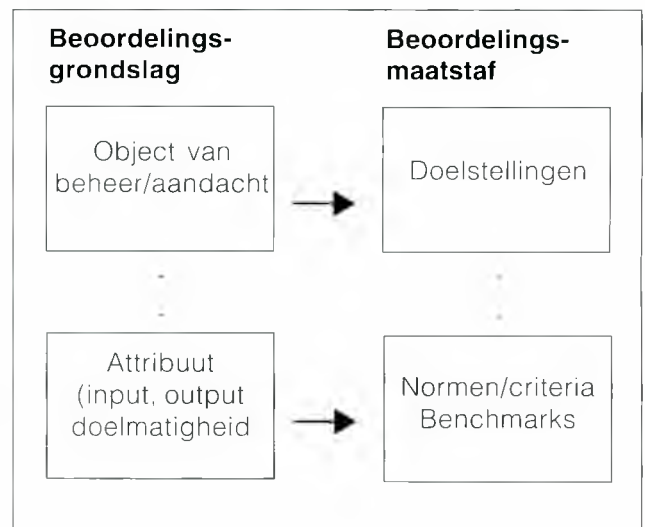
Een fusie heeft andere gevolgen voor de opzet en werkwijze van treasury management. Twee bestaande treasuries worden samengevoegd, waarbij de gecombineerde omvang van de nieuwe treasury niet meer in verhouding zal staan tot de nieuwe schaalgrootte van de onderneming. Met andere woorden, een zekere mate van doublure is van toepassing en zal leiden tot afvloeiing van enkele treasury functionarissen. Een fusie zal eveneens wijzigingen met zich mee brengen in de concernstrategie en in de aard, omvang en richting van de treasury posities en de financiële risi-

co's. Dergelijke veranderingen kunnen de zienswijze op of de rol van de treasury (ten opzichte van de aanpak bij beide fusie-partners) doen wijzigen, zodat sprake is van een nieuw op te zetten treasury structuur.

**5 Problematiek van de performance meting**

Actueel onderwerp van discussie is de wijze waarop en de mate waarin de toegevoegde waarde van de treasury functie van een onderneming beoordeeld kan worden. De basissystematiek van beoordeling is relatief eenvoudig te structureren. Zie figuur 1.

*Figuur 1*



De feitelijke invulling van de diverse componenten van een dergelijke beoordelingsstructuur stuit in de praktijk op problemen, die verband houden met de exacte begrenzing van het object van beheer en de daarbij behorende attributen.

Enkele constatering en overwegingen die van invloed zijn op de beoordelingsproblematiek, kunnen als volgt worden geformuleerd:

*1 Dualistische karakteristiek*

Treasury is per definitie te kwalificeren als een dualistische functie. De functionaris, belast



met de uitvoering van treasury bevindt zich op het raakvlak tussen enerzijds de onderneming die hij vertegenwoordigt en anderzijds de financiële markten waarin hij namens die onderneming opereert of handelt.

Uit dien hoofde wordt hij geacht op de hoogte te zijn van de regelgeving, produkten en prijsvormingsmechanismen op de, voortdurend in verandering zijnde, financiële markten, terwijl hij tevens wordt geconfronteerd met de complexiteit van de besluitvorming in de eigen organisatie. Het afstemmen van deze twee, aan verandering onderhevige, omgevingen bestempelt zijn situatie tot een lastig parket. Bovendien zijn het heden ten dage niet enkel de financieringstechnische of risicoteknische overwegingen die leidraad zijn bij de treasury besluitvorming, maar ook in toenemende mate fiscale en verslaggevingstechnische aspecten.

Deze dualistische situatie, in combinatie met het gegeven van meervoudige doelstellingen (fiscaal, accountancy), maakt dat de beoordelingsgrondslagen en -maatstaven niet eenduidig zijn vast te stellen.

Het beoordelen van de treasury activiteiten op een geaggregeerd niveau (de afdeling in zijn geheel) leidt tot mogelijke interpretatieproblemen, gezien de waarschijnlijke aanwezigheid van conflicterende doelstellingen op taakniveau en tussen de taakgebieden onderling.

## *2 Lijn- versus stafverantwoordelijkheden*

De stafmatige activiteiten van treasury vereisen andere beoordelingsgrondslagen en beoordelingsmaatstaven dan de operationele werkzaamheden, terwijl beide in dezelfde functionarissen zullen zijn gecombineerd.

Bovendien dient onderscheid te worden gemaakt naar het belang uit hoofde waarvan bepaalde activiteiten zijn uitgevoerd, namelijk het concern- of ondernemingsbelang of het belang van een decentraal onderdeel (werkmaatschappij). In het laatste geval komen de resultaten van treasury slechts indirect tot uiting.

Ten slotte moet bij de beoordeling rekening worden gehouden met de specifieke werk-

wijze van treasury (bank, agent, consultant of coördinator), gezien het feit dat iedere werkwijze andere beoordelingsgrondslagen en -maatstaven kent.

Om te komen tot enige vorm van oordeelsvorming, zal ontrafeling van de aard, het belang en de werkwijze dienen plaats te vinden, hetgeen in de praktijk op grote problemen stuit.

## *3 Conflicterende doelstellingen*

Treasury wordt geconfronteerd met het probleem dat de verwevenheid en interactie tussen financiering, risicobeheer en financiële logistiek, de beoordeling aanmerkelijk bemoeilijkt. In feite is sprake van sub-optimalisatie indien activiteiten verricht op het ene taakgebied, van (negatieve) invloed zijn op het bereiken van doelstellingen bij een ander taakgebied.

Dit probleem treedt vooral op bij de inzet van instrumenten voor hetzij valuta-, hetzij renterisicobeheer. Veel van deze instrumenten hebben immers zowel een rente- als een valuta-effect, waarvan de werking bovendien in de tegengestelde richting kan gaan.

## *4 Typologische functieproblemen*

De treasury functie is in zekere zin als ambivalent te kwalificeren, voor wat betreft haar typologie.

De operationele activiteiten zijn doorgaans een combinatie van handelsgerichte acties en dienstverlenende werkzaamheden, waarbij met name de handelsfunctie vrijheidsgraden suggereert, die er in de praktijk niet zijn. Immers, de treasury heeft doorgaans geen of slechts beperkte invloed op het volume waarmee zij handelt, terwijl de prijsvorming wordt bepaald in efficiënt werkende, financiële markten. Geconcludeerd kan derhalve worden, dat de treasury resultaten niet beoordeeld dienen te worden op grond van prijseffecten en niet op grond van hoeveelheidseffecten, met dien verstande dat in de 'prijs-performance' met name de 'timing' van het acteren in de markt van belang is.

De treasury wordt in haar handelsfunctie beperkt door aan haar aangerekte volumes, maar

tevens door het (risico-)beleid van de ondernemingsleiding. De mate van opgelegde risico-aversie en de invloed daarvan op de bereikte treasury resultaten, komt in de waardering en resultaatbepaling niet tot uiting, hetgeen additionele problemen voor de beoordeling met zich mee brengt.

### *5 Boekhoudkundige versus economische resultaatbepaling*

De boekhoudkundige treasury resultaten komen tot stand op basis van de gangbare waarderings- en resultaatbepalingsbeginselen, vooral door het realisatie- en voorzichtigheidsprincipe. Deze boekhoudkundige resultaten zijn in zoverre van belang dat ze direct en aantoonbaar in de jaarrekening tot uiting komen, ze geven echter geen inzicht in de 'economische' resultaten, welke op enig moment in de treasury positie besloten liggen.

Een en ander is het gevolg van het feit dat bij de boekhoudkundige resultaatbepaling op arbitraire wijze toerekening van het (op grond van voorzichtigheid en realisatie gebaseerde) resultaat naar de boekingsperiode plaatsvindt. De economische resultaatbepaling daarentegen gaat uit van de contante (markt-)waarde van de toekomstige, door treasury geïnitieerde, kasstromen en verschaft derhalve een beter inzicht in de prestaties.

In het verlengde van deze problematiek, is bovendien het 'off-balance'-karakter van veel door treasury gebruikte instrumenten zoals swaps, opties, fra's e.d., een bemoeilijkende factor. Extracompabele registratie van deze contracten en posities, alsmede het ontbreken van uniformiteit in de boekhoudkundige waardering en resultaatbepaling levert in de praktijk onvolledige en soms onjuiste verslaggeving op, met dienovereenkomstige consequenties voor de oordeelsvorming.

### *6 Beoordeling van risico-rendementsbeslissingen*

Kenmerkend voor de treasury besluitvorming is de afweging tussen rendementsmaximalisatie enerzijds en risicobeheersing anderzijds, met inachtnaam van bepaalde eisen ten aan-

zien van beschikbaarheid en weerstandsvermogen.

De risicofactor (rente- en valutafluctuaties) speelt een overheersende rol, alsmede de mate van vrijheid welke de treasury heeft bij het aangaan van deze risico's of risicoposities.

Voor wat betreft valutarisico's, beperkt de handelingsvrijheid zich in de praktijk meestal tot een minimum dekkingspercentage van de onderliggende commerciële (positie-)waarde als ondergrens en de totale commerciële positiewaarde (100%) als bovengrens. De beoordeling van het operationele valutabeheer zal zich dan richten op het behaalde valutaresultaat in relatie tot de risico's die daarbij zijn geaccepteerd.

De handelingsvrijheid bij het aangaan van renterisico's is minder eenduidig te bepalen. Voorzover in de praktijk al van toepassing, kan de zelfstandige verantwoordelijkheid van treasury op dit terrein worden uitgedrukt in termen van geaccepteerde bandbreedtes in de rentetypische looptijd van de passivazijde ten opzichte van de rentestructuur in de activazijde van de balans. Indien de rentetypische looptijd van passiva en activa verschilt, is sprake van een zogenaamde 'mismatch', als indicatie van de renterisico-acceptatie van de onderneming.

De beoordeling van het feitelijk behaalde renteresultaat zal dus dienen te geschieden tegen de achtergrond van de maximaal toegestane renterisico's enerzijds en de feitelijke renterisico's anderzijds.

### *7 Problematiek van resultaat-allocatie*

Voor de beoordeling van de kwaliteit van treasury activiteiten is van belang welke besturingsprincipes binnen de onderneming worden gehanteerd en de organisatorische plaats die de treasury inneemt.

Aan de orde is in dit verband de vraag in hoeverre de voordelen, als gevolg van gecentraliseerde treasury besluitvorming, aantoonbaar of zichtbaar zijn en op welke wijze en aan wie deze voordelen kunnen worden toegeschreven. Centrale treasuries, die opereren als een

in-house bank en waaraan expliciete winstbijdrage-doelstellingen zijn verbonden, zullen de extern aangegane contracten met een winst-opslag doorschuiven naar de werkmaatschappijen, ten behoeve waarvan de externe contracten zijn aangegaan. Indien de treasury niet als 'profit centre', doch als resultaatverantwoordelijke eenheid of zelfs cost centre functioneert, kunnen de externe financierings- of risicocontracten zonder marge in interne contracten worden omgezet.

De problematiek van resultaat-allocatie speelt een belangrijke rol bij de beoordeling van het functioneren van treasury. Immers, bepaalde typen resultaten (bijv. rente- en valutawinsten en verliezen) kunnen in de 'commerciële' marge verdwijnen en als zodanig niet expliciet in de resultatenrekening naar voren komen. Bovendien zullen bepaalde voordelen (met name als gevolg van verhoogde efficiency), als gevolg van het optreden van een centrale treasury, alleen bij de decentrale onderdelen in de vorm van kosten- of rentebesparingen zichtbaar zijn. Als voorbeeld moge gelden, de rentevoordelen, die een saldo/rentecompensatiecircuit met zich meebrengen, waarin deelnemende werkmaatschappijen een debet-rentetarief over hun saldo-overschot krijgen vergoed en, omgekeerd, slechts een credit-rentetarief over een saldotekort betalen.

Bovengenoemde overwegingen leiden tot de conclusie dat het beoordelen van de toegevoegde waarde of de performance van treasury een complexe aangelegenheid is, waarbij situatie- of ondernemings specifieke factoren

in de beoordeling moeten worden betrokken. De ontwikkeling van performance meting, als basis voor deze beoordeling, heeft bij veel ondernemingen terecht een hoge prioriteit. Immers, het wordt de hoogste tijd dat de treasury functie die mate van duidelijkheid verschaft, welke in overeenstemming is met het materiële belang dat ze ten behoeve van de organisatie beheert.

### Literatuur

- Bölger, J.Th. en L.P.E.M. van den Boom, (1991), De organisatie van de financieringsfunctie, *Dossier Account 'Corporate Finance'*, nummer 3.
- Boom, L.P.E.M. van den en F.H. Monster, (1990), Treasury Management, een vakgebied in opkomst. In: *Tijdschrift Financieel Management*, nummer 3.
- Boom, L.P.E.M. van den, (1992), 'De toegevoegde waarde van treasury management, deel 2 en 3, *Maandblad voor Bedrijfsadministratie en Bedrijfsorganisatie*, nr. 1141, April.
- Boom, L.P.E.M. van den en F.A. Vermaak, (1994), 'Treasury Management bij Veranderingen, *Tijdschrift Financieel Management*, Maart/April.
- Bouma, J.L., (1991), Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten Ila, Delwel Uitgeverij B.V., derde druk.
- Croese, D., A.B. Dorsman en A. Klaassen (Red.), (1985), *De organisatie van het vreemde valutabeheer*, FINEM.
- Euske, K.J., (1984), *Management control, Planning, Control, Measurement, and Evaluation*, Addison-Wesley publishing company, Reading Massachusetts.
- Finnerty, J.D., (1988), Financial engineering in corporate finance; an overview. In: *Financial Management*, winter.
- Horngren, C.T. en G.L. Sundem, (1990), *Introductions to management accounting*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Tempelaar, F.M., (1990), 'Vermogensmarkt en Onderneming: een lastig parket, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, nummer 1/2, jan./feb.