

SERIE
Financieel Management

De financiële functie Vermogensmarkt en ondernemingswaarde

A.W.W. Heezen
T. Ammeraal



Noordhoff Uitgevers

Derde druk

Serie Financieel management

De financiële functie: Vermogensmarkt en ondernemingswaarde

Serie Financieel management

Heezen/Ammeraal, *De financiële functie: De financiële omgeving*

Heezen, *De financiële functie: Beslissingen en planning*

Heezen/Ammeraal, *De financiële functie: Vermogensmarkt en ondernemingswaarde*

Ammeraal, *De financiële functie: Risicobeheer*

Ammeraal/Heezen, *De financiële functie: Financiële planning en beleggingen*

Schilstra, *De financiële functie: Integrale bedrijfsanalyse*

Serie Financieel management



De financiële functie: Vermogensmarkt en ondernemingswaarde

drs. A.W.W. Heezen

drs. T. Ammeraal

Derde druk

Noordhoff Uitgevers Groningen/Houten

Ontwerp omslag: G2K Designers Groningen/Houten
Omslagillustratie: iStockphoto

Eventuele op- en aanmerkingen over deze of andere uitgaven kunt u richten aan: Noordhoff Uitgevers bv, Afdeling Hoger Onderwijs, Antwoordnummer 13, 9700 VB Groningen, e-mail: info@noordhoff.nl

0 1 2 3 4 5 / 14 13 12 11 10

© 2010 Noordhoff Uitgevers bv Groningen/Houten, The Netherlands.

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever. Voor zover het maken van reprografische verveelvoudigingen uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h Auteurswet 1912 dient men de daarvoor verschuldigde vergoedingen te voldoen aan Stichting Reprorecht (postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.cedar.nl/reprorecht). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) kan men zich wenden tot Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten Organisatie, postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.cedar.nl/pro).

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without the prior written permission of the publisher.

ISBN (ebook) 978-90-01-84386-1

ISBN 978-90-01-78431-7

NUR 782

Woord vooraf bij de derde druk

In dit deel besteden we aandacht aan de verschillende vormen van vermogen en de wijze waarop de prijsvorming hiervan op vermogensmarkten tot stand komt. De wisselwerking tussen het ondernemingsbeleid en vermogensmarkten staat in dit deel centraal. De invloed van het gevoerde ondernemingsbeleid op de waardecreatie hangt mede af van de mate waarin de vermogensmarkt deze waardecreatie onderkent. Daarom gaan we ook in op de informatie-uitwisseling tussen de onderneming en de vermogensmarkt.

Ook dit deel kent een proloog: 'de financiële functie in de praktijk'. Hierin besteden we aandacht aan de gang van zaken rondom printerfabrikant Océ en de wijze waarop in de pers en op financiële markten daarop is gereageerd.

We beginnen in hoofdstuk 1 met de bespreking van de verschillende vormen van eigen en vreemd vermogen. We gaan in op de verschillende manieren om aandelen te waarderen en op de factoren die een rol spelen bij de emissie van aandelen.

In hoofdstuk 2 behandelen we de prijsvorming op de vermogensmarkt. Hierbij gaan we uit van de gedachte dat aan elke vermogensoverdracht een bepaalde risicograad is verbonden. Het risico kan uit verschillende bronnen voortvloeien. Wanneer we ons een beeld kunnen vormen van deze bronnen van risico, kunnen we de prijsvorming op de vermogensmarkt analyseren.

De vraag in welke mate de vermogensstructuur en het dividendbeleid van de onderneming een bijdrage kunnen leveren aan de aandeelhouderswaarde staat centraal in de hoofdstukken 3 en 4. De namen van Modigliani en Miller zijn onlosmakelijk aan deze onderwerpen verbonden. De nogal theoretische veronderstellingen van deze auteurs zijn het uitgangspunt in onze behandeling. We doen dit vanuit het idee dat een dergelijk theoretische benadering een nuttig denkkader oplevert. Vervolgens besteden we ruime aandacht aan de marktimperfecties die het theoretische beeld verstoren.

De waardering van ondernemingen, onder meer in het kader van fusies en overnames, is het thema van hoofdstuk 5. Daarbij behandelen we de motieven om tot een fusie of overname over te gaan. Tot slot van dit boek geven we in hoofdstuk 6 een beeld van de factoren die de waarde van een onderneming bepalen en behandelen we een aantal modellen waarmee op een gestructureerde wijze sturing kan worden gegeven aan waardecreatie.



Het aantal meerkeuzevragen is enigszins beperkt. Op de bij deze serie behorende website: www.seriefinancieelmanagement.noordhoff.nl zijn aanvullende oefeningen en rekenmodellen te vinden.

In de tekst van elk hoofdstuk zijn verwijzingen opgenomen naar de bijbehorende meerkeuzevragen en vraagstukken, en bij de oefeningen wordt verwezen naar de relevante leerstof. Zoals ook in de vorige druk het geval was, zijn de antwoorden op de meerkeuzevragen en de getalsmatige uitkomsten van de vraagstukken achter in het boek gegeven.

Waar in het boek in de marge het internetsymbool voorkomt, wordt verwezen naar genoemde website en/of andere sites op internet voor aanvullende informatie.

We danken prof. dr. L. Traas voor de waardevolle opmerkingen die hij heeft geleverd naar aanleiding van de conceptteksten van hoofdstuk 6. Daarnaast hebben we naar aanleiding van de eerste druk waardevolle opbouwende kritiek ontvangen van prof. dr. O. Couwenberg van de RUG en van docenten van 'Fontys Financieel Management, opleiding Bedrijfseconomie'. De opmerkingen van deze gebruikers zijn aanleiding geweest om diverse aanpassingen in het boek aan te brengen. Ook ten aanzien van deze druk stellen we opmerkingen van gebruikers zeer op prijs. Deze kunt u sturen naar Noordhoff Uitgevers, Afdeling Hoger Onderwijs, Antwoordnummer 13, 9700 VB Groningen, e-mail: info@noordhoff.nl.

Februari 2010

Drs. A.W.W. Heezen Elst

Drs. T. Ammeraal Heerhugowaard

Inhoud

Inleiding op de serie 9

1 Vormen van eigen en vreemd vermogen 17

- 1.1 Eigen vermogen 18
- 1.2 Aandelenkapitaal 20
- 1.3 Verschijningsvormen van effecten 24
- 1.4 Waardering van aandelen 25
- 1.5 Preferente aandelen 27
- 1.6 Emissie(prijs) van aandelen 29
- 1.7 Mutaties in het aandelenvermogen 40
- 1.8 Vreemd vermogen 42
- 1.9 Vormen van vreemd vermogen op lange termijn 43
- 1.10 Vormen van vreemd vermogen op korte termijn 53
- 1.11 Voorzieningen 58
- 1.12 Vermogensaantrekking in het MKB 59
 - Samenvatting 66
 - Kernbegrippenlijst 68
 - Meerkeuzevragen 73
 - Vraagstukken 75

2 Prijsvorming op financiële markten 87

- 2.1 Het verschijnsel rente 88
- 2.2 Prijsvorming van eigen vermogen 97
- 2.3 Het Capital Asset Pricing Model 101
- 2.4 De Efficiënte Markt Hypothese 111
 - Samenvatting 114
 - Kernbegrippenlijst 115
 - Meerkeuzevragen 118
 - Vraagstukken 120

3 Vermogensstructuur en vermogenskostenvoet 125

- 3.1 Relatie tussen de vermogenskostenvoet en de waarde van een onderneming 126
- 3.2 Hefboomtheorie 130
- 3.3 Theorie van Modigliani en Miller 136
- 3.4 Optimale vermogensstructuur 147
 - Samenvatting 157
 - Kernbegrippenlijst 158
 - Meerkeuzevragen 160
 - Vraagstukken 162

- 4** **Dividendbeleid 169**
- 4.1 Dividend en aandeelhouderswaarde 170
- 4.2 De irrelevantie van het dividendbeleid in een perfecte vermogensmarkt 171
- 4.3 Inkoop van aandelen 177
- 4.4 De invloed van marktimperfecties 182
- 4.5 Andere overwegingen in het dividendbeleid 186
- Samenvatting 189
- Kernbegrippenlijst 190
- Meerkeuzevragen 192
- Vraagstukken 194

- 5** **Fusies en overnames 199**
- 5.1 Motieven om tot samenwerking over te gaan 200
- 5.2 Vormen van samenwerking tussen ondernemingen 203
- 5.3 Fusies en overnames in de praktijk 208
- 5.4 Waardering van ondernemingen en aandeelhouderswaarde 218
- 5.5 Corporate governance en beschermingsconstructies 236
- 5.6 Herstructurering en ontvlechting 240
- Samenvatting 243
- Kernbegrippenlijst 245
- Meerkeuzevragen 249
- Vraagstukken 251

- 6** **Sturing van ondernemingswaarde 269**
- 6.1 Value Based Management 270
- 6.2 Sturen op basis van kengetallen 271
- 6.3 Maatstaven voor het meten van waardecreatie 275
- 6.4 Economische en boekhoudkundige benadering 284
- 6.5 Samenhang tussen besluitvorming en evaluatie 291
- 6.6 Modellen voor Value Based Management 292
- Samenvatting 300
- Kernbegrippenlijst 301
- Meerkeuzevragen 304
- Vraagstukken 305

Antwoorden meerkeuzevragen en vraagstukken 311

Literatuuroverzicht 319

Register 321

Inleiding op de serie

Aan de financieel manager van de 21e eeuw worden hoge eisen gesteld. Deze stelling lijkt een cliché, maar er zijn diverse redenen waarom we mogen aannemen dat dit werkelijk zo is:

- Ondernemingen en andere organisaties worden steeds complexer en dynamischer. Door de toenemende concurrentiedruk, de voortschrijdende technologie en de daarbij behorende schaalvergroting kan een onderneming volkomen van karakter veranderen. Hierdoor wordt het beheren van de financiële structuur van de organisatie ook complexer en dynamischer. De taak van de financieel manager bestaat niet alleen uit het uitvoeren van operationele taken, maar hij of zij (in dit boek zullen we voor de leesbaarheid alleen over 'hij' praten) zal ook steeds vaker strategische beslissingen moeten nemen.
- In de competenties van financieel managers krijgen de houding en vaardigheden meer nadruk. Ze moeten hun kennis voortdurend vernieuwen en de vaardigheid bezitten deze kennis toe te passen en te integreren in het bedrijfsbeleid.
- De financiële omgeving wordt steeds weer verrijkt met innovatieve constructies en financiële producten; een sprekend voorbeeld daarvan is de ontwikkeling van de markten voor derivaten gedurende de laatste decennia. Kennis van deze producten is essentieel om gebruik te kunnen maken van de voordelen die deze innovaties kunnen bieden.
- Door de moderne communicatietechnologie worden financiële markten steeds transparanter. Daarnaast heeft het beleggend publiek zich door de economische groei aanzienlijk verbreed. De consequentie hiervan is dat de financiële prestaties van organisaties nauwlettender en kritischer door een bredere kring van belangstellenden worden gevolgd. De bestuurders van ondernemingen worden niet langer alleen maar door een gezapige aandeelhoudersvergadering beoordeeld, maar zitten in een glazen huis. Daardoor worden er steeds hogere eisen gesteld aan de te nemen ondernemingsbeslissingen.
- Door de toegenomen dynamiek van het bedrijfsleven en door de evolutie van het financiële systeem is er steeds meer aandacht voor risicobeheersing. Waar ooit de financiële functie in een onderneming vooral een verslagleggende functie was, verschuift nu het accent naar een toekomstgerichte benadering. Dit brengt met zich mee dat de financiële functionaris meer betrokken raakt bij het ondernemen in de zin van 'risico nemen'. Hij brengt de risico's in kaart en draagt bij aan risicobeheersing.

De serie *Financieel management* beoogt studenten toe te rusten om aan deze hoge eisen te voldoen. In de dagelijkse praktijk zal een financieel manager niet vaak de tijd vinden om zich in de actuele theorievorming op financieel-economisch gebied te verdiepen. Op momenten waarop nieuwe ontwikkelingen zich aandienen, zal hij moeten putten uit een reservoir van concepten en technieken die hem in staat stellen de wer-

kelijkheid te voorzien en een goede beslissing te nemen. Het doel van de serie is om een compleet beeld te geven van deze financieel-economische concepten en technieken.

De wereld van geld is er een van getallen. Een wiskundige en modelmatige benadering is daarom in de financieel-economische theorie niet altijd te voorkomen. Deze benadering zal, waar nodig, ook in deze serie terug te vinden zijn. Het uitgangspunt hierbij is dat deze benadering in dienst moet staan van de praktijk. Een eenvoudig voorbeeld hiervan is het volgende: een hypotheekadviseur die volledig vaart op de standaardsoftware van zijn hoofdkantoor, komt in de problemen wanneer een klant maatwerk vraagt. Wie zich daarentegen vlot kan bedienen van het wiskundige concept van de meetkundige reeks kan zelf alle varianten die er te bedenken zijn, doorrekenen. Iemand die de vaardigheid bezit dit soort concepten te hanteren, is beter in staat de werkelijkheid te doorgronden en hierdoor zal de kwaliteit van te nemen beslissingen worden verhoogd.

De serie bestaat uit zes delen:

De financiële functie: De financiële omgeving

De financiële functie: Beslissingen en planning

De financiële functie: Vermogensmarkt en ondernemingswaarde

De financiële functie: Risicobeheer

De financiële functie: Financiële planning en beleggingen

De financiële functie: Integrale bedrijfsanalyse



Bij deze serie is ook een website beschikbaar (zie www.seriefinancieelmanagement.wolters.nl) waarop onder meer aanvullende informatie over de serie, docentenhandleidingen, Excel-uitwerkingen en extra casuïstiek staan vermeld.

Het deel *De financiële functie: De financiële omgeving* verkent het werkkterrein van de financiële functionaris. De positie en taken van de financieel manager worden afgebakend. Omdat de financieel manager veelvuldig contact met de vermogensmarkt onderhoudt, wordt in dit deel een beeld geschetst van de diverse deelmarkten binnen de vermogensmarkt en van de wijze waarop de prijsvorming op deze markten plaatsvindt. Bij de financiële besluitvorming spelen externe factoren een belangrijke rol. Daarom besteden we in dit deel ook aandacht aan onderwerpen zoals maatschappelijk verantwoord ondernemen, regelgeving, corporate governance, fiscale wetgeving, financiële rapportages en politiek. Ook gaan we in op belangrijke concepten voor de financiële functie, zoals financiële planningsmodellen, het kasstroomoverzicht en de tijdswaarde van geld.

In het deel *De financiële functie: Beslissingen en planning* worden de specifieke taakgebieden van de financieel manager belicht. Deze taakgebieden hebben veelal betrekking op het nemen van beslissingen of het geven van advies bij het beantwoorden van vragen als: Moet deze geplande investering wel of niet worden uitgevoerd? Welke invloed heeft onzekerheid op de investeringsbeslissing? Moet dit productiemiddel wel of niet worden vervangen? Welke factoren spelen een rol bij het beheer van het nettowerkkapitaal? Hoe beheren we de overtollige li-

quiditeiten? Dit deel levert het instrumentarium om dergelijke beslissingen, die vooral de debetzijde van de balans beïnvloeden, te onderbouwen.

Een onderneming ontleent haar bestaansrecht aan de waardecreatie die door de onderneming wordt gegenereerd. Het begrip aandeelhouderswaarde speelt hierin een sleutelrol. De waardecreatie die plaatsvindt, is niet alleen afhankelijk van de ondernemingsactiviteiten, maar ook van de waardering door de vermogensmarkt. In het deel *De financiële functie: Vermogensmarkt en ondernemingswaarde* staat de interactie tussen financiële beslissingen en waardering door de vermogensmarkt centraal. Vormen van eigen en vreemd vermogen, vermogensstructuurbeleid, dividendbeleid, fusies en overnames worden in dit deel behandeld. Daarnaast bespreken we een aantal waardeconcepten, zoals aandeelhouderswaarde, economic value added en de balanced-scorecardbenadering.

In het deel *De financiële functie: Risicobeheer* staat centraal hoe een onderneming risico's in kaart kan brengen en welke instrumenten beschikbaar zijn om deze risico's te beperken. Als invalshoek bij de behandeling van de verschillende risico's wordt het zogenoemde COSO-raamwerk gekozen. Dit model wordt door tal van ondernemingen als uitgangspunt in het risicomanagement gehanteerd. Daarnaast worden voorbeelden uit de praktijk gebruikt om de theorie te illustreren.

Met *Risicobeheer* leren studenten hoe zij risico's kunnen herkennen en verantwoorde keuzes kunnen maken bij de beheersing ervan. De reikwijdte, de beperkingen en de kosten van de verschillende instrumenten worden besproken. Door de recente onrust op de financiële markten en de gevolgen daarvan voor de reële economie is het belang van risicomanagement alleen maar toegenomen. Risicomanagement vormt daarom een integraal onderdeel van de besturing van een organisatie.

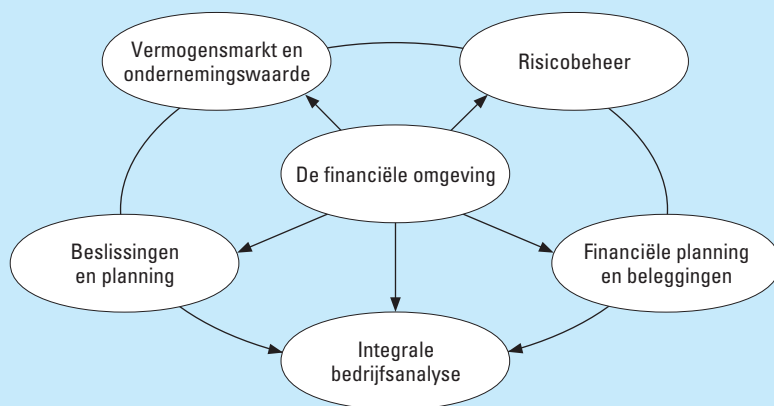
Niet alleen ondernemingen hebben te maken met financiële planning en risicobeheer. Ook in gezinnen moeten van tijd tot tijd belangrijke financiële beslissingen worden genomen. Te denken valt aan het afsluiten van leningen of het regelen van een oudedagsvoorziening. Vaak laat de particulier zich bij dit soort beslissingen bijstaan door een adviseur. Deze adviseurs dienen kennis te hebben van allerlei instrumenten om behoeften en mogelijkheden aan elkaar te kunnen koppelen. In het deel *De financiële functie: Financiële planning en beleggingen* wordt een overzicht gegeven van deze instrumenten en hun toepassingmogelijkheden. Lenen, pensioenregelingen, sparen en beleggen, alsmede fiscale aspecten worden in dit deel behandeld vanuit het gezichtspunt van de financieel planner.

De leer van financieel-economisch management behoort traditioneel tot het vakgebied van de bedrijfseconomie. De grenzen tussen vakgebieden zijn echter aan het afbrokkelen. Ondernemingen moeten niet alleen op hun financiële structuur worden beoordeeld, ook de positie op de markt, de kwaliteit van het management, de missie en de strategie van de onderneming zijn elementen die in een dergelijke beoordeling worden betrokken. Het deel *De financiële functie: Integrale bedrijfs-*

analyse biedt een multidisciplinaire benadering, waarbij het concept van 'learning by doing' het uitgangspunt is. Iemand die actief is in een financiële functie, vervult vaak de rol van intermediair: deze tussenpersoon moet niet alleen in staat zijn een optimale oplossing te vinden, hij moet goed kunnen luisteren, analyseren, argumenteren, rekenen en communiceren! In de praktijk zal het namelijk zelden voorkomen dat financiële beslissingen door één persoon worden genomen. Dit 'doe-boek' plaatst de financiële functie in een breder perspectief.

Na het deel *De financiële omgeving* kan elk ander deel van de serie, afhankelijk van het opleidingsprofiel, op elke gewenste manier in het onderwijsproces worden ingezet. De serie sluit daardoor aan op de behoeften van het onderwijs met een duidelijke praktische benadering, geschikt voor zelfstudie. Elk deel bevat veelzijdig opgavenmateriaal en, waar relevant, digitale toepassingen en internetverwijzingen. Ook worden regelmatig, aan de hand van concrete bedrijfssituaties, bepaalde aspecten van de financiële functie toegelicht.

Samenhang der delen



Hoelang kan een onderneming de aandeelhouders teleurstellen?

Een onderneming waarvan de financiële resultaten over een lange periode tegenvallen, loopt het gevaar door een andere, concurrerende organisatie te worden overgenomen. Dit is bijvoorbeeld het geval met printerfabrikant Océ. In 1999 bedroeg de beurskoers van Océ nog ongeveer €20, een niveau dat daarna niet meer is geëvenaard. Ondanks een aantal reorganisaties (waarbij duizenden arbeidsplaatsen verloren zijn gegaan) is de beurskoers van het aandeel Océ gedaald met als historisch dieptepunt een koers van €1,82 op 24 februari 2009.

De meest ingrijpende reorganisaties bij Océ waren:

- het verlaten van de markt voor kleine printers (2002);
- de verkoop van haar leaseportefeuille (2004); veel bedrijven hadden printers van Océ geleased;
- de overname van Imagistics in de Verenigde Staten van Amerika (2006).

In de grafiek in het nu volgende krantenartikel is het verloop van de beurskoers van Océ sinds 1999 weergegeven, met vermelding van de reorganisaties en het verlies aan arbeidsplaatsen.

Biedingsstrijd niet uitgesloten

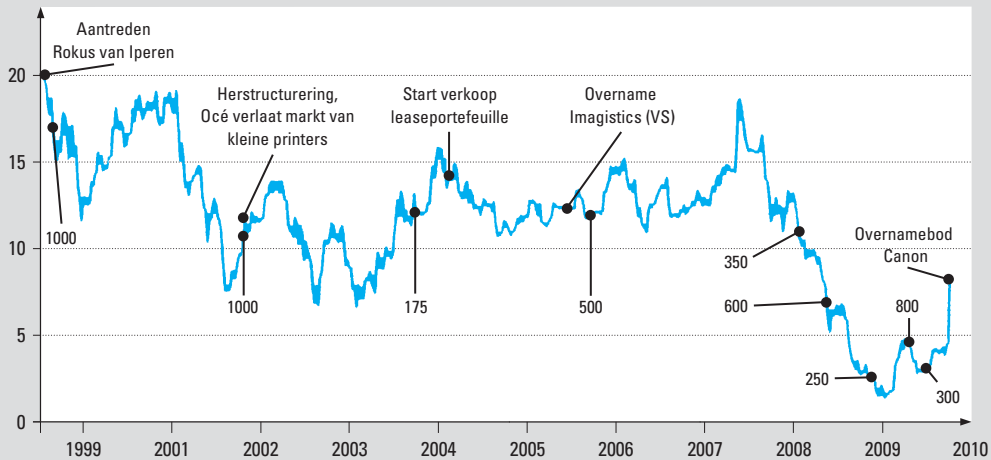
De overname van de Venlose printerfabrikant Océ door het Japanse Canon lijkt een gelopen race. Bestuur en commissarissen van Océ steunen het overnamebod. Grote aandeelhouders als Ducatus, ING, ASR en Bestinver Gestion, samen goed voor een belang van 30%, willen hun stukken verkopen. Toch houden sommige analisten en een organisatie als de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) nog rekening met een biedingsstrijd. De VEB stelde maandag dat grotere branchegenoten als Hewlett-Packard en Kyocera alsnog een tegenbod kunnen uitbrengen. 'Canon koopt nu voor €1,5 mrd, inclusief schulden, een jaaromzet van circa €2,7 mrd. Dat is niet al te veel als de mogelijke synergievoordelen zowel aan de achterkant (onderzoek en ontwikkeling) als aan de voorkant (distributie) gerealiseerd kunnen worden. Juist deze potentiële synergievoordelen kunnen de interesse wekken van andere kandi-

daat-kopers', aldus de VEB in een persverklaring. Volgens de belangenclub van beleggers is het bod van Canon van €8,60 per aandeel Océ weliswaar 70% boven de slotkoers van afgelopen vrijdag, maar het is 'geen bod waarbij alle aandeelhouders een gat in de lucht zullen springen'. 'Indien Océ na overname door een sterke partij overgaat in een groter geheel, kan de winstgevendheid sterk worden verbeterd. Dat geldt voor de overname door Canon, maar ook voor een overname door concurrenten als HP en Kyocera.' Ook analist Maarten Altena van SNS Securities vindt het bod van de Japanse producent van onder meer digitale camera's en kopieermachines nog geen 'knock-out'-bod. Ook hij sluit niet uit dat HP of Kyocera, die nog een sterke oorlogskas hebben voor eventuele overnames, met een tegenbod zullen komen. De meeste andere analisten daarentegen geloven daar niet in en zeggen

dat het bod van Canon aantrekkelijk is voor de Océ-aandeelhouders. Océ-topman Rokus van Iperen en financieel directeur Toshizo Tanaka van Canon wilden gisteren op een persconferentie in Amsterdam niet reageren op de mogelijkheid van een eventueel tegenbod van andere partijen. Volgens persbureau Reuters begon Canon gisteren wel met de inkoop van aandelen Océ op de beurs. Dat kan erop duiden dat Canon rekening houdt met een biedingsstrijd. [...]

Einde lijdensweg?

Océ begint in 1877 met de productie van boterkleursel en vanaf 1918 met blauwdrukproductie en kopieersystemen. Het bedrijf groeit uit tot één van 's werelds grootste producenten van kopieermachines voor kantoorafdelingen en speciale printers voor rapporten en boeken, breedformaatprinters voor tekenkamers en 'continuous feed'-printers voor de productie van afschriften. Het bedrijf kende de afgelopen tien jaar vele reorganisaties. ■



Bron: FD Research, Datastream

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 17 november 2009

Hierna geven we enkele passages uit een artikel in *Het Financieele Dagblad* van 3 juli 2009 weer, waarin de bestuursvoorzitter van Océ een toelichting geeft bij de tegenvallende resultaten (over het tweede kwartaal van 2009).

Opnieuw banenverlies printerfabrikant Océ

Tjabel Daling
AMSTERDAM — Printer- en machinekopieerfabrikant Océ uit het Limburgse Venlo leed in het tweede kwartaal een nettoverlies van €14 mln. Een teleurstellend resultaat, zegt topman Rokus van Iperen van het beursgenoteerde bedrijf dat als eerste met cijfers over het tweede kwartaal komt. Hij ziet echter ook lichtpuntjes.

V In het eerste kwartaal was er weer enige hoop. Toen behaalde Océ dankzij allerlei bezuinigingen een nettowinst van €15 mln.

'Het resultaat is inderdaad teleurstellend. En een nettoverlies is nooit plezierig. De marktomstandigheden en de omzet in de bouw en industrie zijn in het tweede kwartaal verder verslechterd. De omzet in andere sectoren als onderwijs, gezondheidszorg, nutsbedrijven en bij de overheden is ook teruggelopen. We hebben daarvoor minder printers verkocht. Ver-

ontrustend is dat in sommige landen de gehele bouwsector tot stilstand is gekomen. Architecten kopen daarvoor ook minder printers. Zowel in Europa als in de Verenigde Staten zien we nog geen verbetering.'

V Pijnlijke maatregelen zijn dus opnieuw nodig?

'We moeten 300 extra banen schrappen. Daarbij gaat het in Venlo zowel om productiepersoneel en onderhoudstechnici als om onderzoekers en staffuncties. De werknemers in Venlo maken gebruik van een ouderenregeling of hun baan vervalt via natuurlijk verloop. Het is noodzakelijk het proces van kostenbesparingen te versnellen. In de periode 2008-2010 moeten we wereldwijd het personeelsbestand met 2350 terugbrengen. Aan het eind van het tweede kwartaal zijn er al 1500 voltijdbanen verdwenen. We zetten vaart achter de reorganisaties.' [...]

V Er wordt veel gespeculeerd over een fusie met of overname door de Japanse branchegenoot Konica Minolta?

'We hebben in april al gezegd dat alle strategische opties open zijn. Dat kan een fusie zijn, een overname of dat Océ wordt overgenomen. Met Konica Minolta, onze belangrijkste partner in Japan, werken we al heel intensief samen. Ook verkopen we in Japan onze printers onder de naam van een concurrent als Fuji-Film. We kijken constant hoe je meer schaal-grootte kan krijgen, waardoor er synergie-effecten kunnen optreden en je op tal van terreinen de kosten kan verlagen en het rendement kan verhogen. Er zijn nu twee opties: een nog verdergaande samenwerking met partnerbedrijven als Konica Minolta of partnerships met meerdere bedrijven. We zijn al met industriële partners in gesprek over het aangaan van een distributiepartnerschap, zodat je elkaars producten kunt verkopen. De intensieve samenwerking met Konica Minolta kan daarbij als voorbeeld dienen.' ■

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 3 juli 2009

Opvallend is dat in dit artikel door de voorzitter van de Raad van Bestuur van Océ al wordt gezinspeeld op een overname van Océ. Toen dacht Océ mogelijk nog aan Konica Minolta, maar uiteindelijk is het Canon geworden.

Bij een overname speelt een groot aantal partijen een rol, waaronder de aandeelhouders, concurrenten, toezichthouders en de overheid.

De volgende passages uit verschillende artikelen geven daarvan blijk.

Konica doet geen tegenbod op Océ

Van onze redacteur
AMSTERDAM — De Japanse printerfabrikant Konica Minolta heeft geen plannen om zich te mengen in de overname van Océ door Canon. Gisteren liet een woordvoerder aan persbureau Bloomberg weten dat het bedrijf een overname van Océ wel heeft overwogen, maar daarvan heeft afgezien.

Er zijn 'momenteel' geen plannen voor een bod.

Om het eventuele kapers op de kust moeilijk te maken, heeft Canon de afgelopen dagen op de beurs aandelen Océ ingeslagen. Dinsdagochtend had het op die manier al een belang van meer dan 20% opgebouwd. In totaal kan Canon nu op 50% rekenen. ■

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 18 november 2009

Investeringsfonds Orbis weigert zijn belang van bijna 10% in Océ aan Canon te verkopen

Henk Engelenburg
AMSTERDAM — Het Britse investeringsfonds Orbis weigert zijn belang in Océ aan Canon te verkopen. Orbis, de beheerder en adviseur van Orbis Funds, heeft dit gisteren laten weten. Het fonds houdt krap 10% in de Venlose printer- en kopieerfabrikant. Canon bood afgelopen maandag €8,60 per aandeel Océ. Daarmee waardeert het Japanse concern Océ op €730 mln. Het bod is inclusief de schuldenlast van ongeveer €700 mln. Canon, dat nu ongeveer 21% van de aandelen in handen heeft,

wil minimaal 85% verwerven. Andere grootaandeelhouders zoals Ducatus, ING, ASR en Besinver Gestion, tezamen goed voor een belang van circa 30%, hebben al wel toegezegd hun aandelen te zullen aanmelden.

Orbis noemde het bod gisteren in een persbericht 'significant' ondergewaardeerd gelet op de waarde van de onderdelen van Océ. Het meent bovendien dat er sprake is geweest van een 'gebrekkig onderhandelingsproces'.

De fondsbeheerder heeft naar eigen zeggen in oktober een brief

gestuurd aan bestuursvoorzitter Rokus van Iperen van Océ. Daarin suggereerde Orbis dat alle belanghebbende partijen het meest gebaat zijn bij een verkoop van de verschillende activiteiten aan verschillende bedrijven. 'Maar Océ geeft toe zelfs geen gesprekken te hebben gevoerd met zijn strategische partner Konica Minolta', aldus Orbis. Blijft Orbis bij zijn weigering, dan kan Canon niet minimaal 95% van de aandelen verwerven. Dat percentage is minimaal nodig om weigerachtige aandeelhouders 'uit te roken' en Océ van de beurs te halen. Een overname met minder dan 95% van de aandelen kan het nadeel geven dat de rente over de financiering van de overname niet aftrekbaar is. ■
[...]

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 19 november 2009

Amerika keurt overname Océ door Canon goed

Canon heeft de mededingingsprocedure in de Verenigde Staten in verband met de overname van Océ afgerond, meldt het Japanse bedrijf maandag.

Goedkeuring van de Europese, Zwitserse en Taiwanese mededingingsautoriteiten

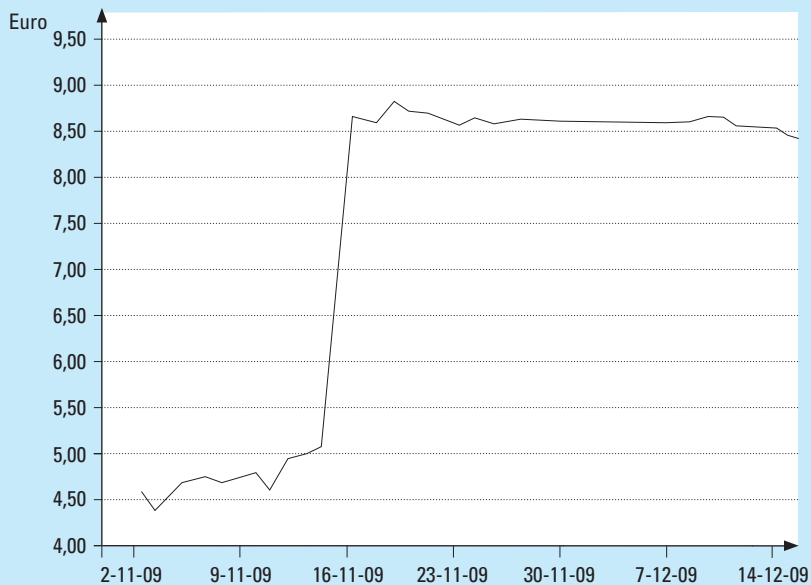
moet nog worden verkregen, maar de meldingsprocedures liggen op schema, aldus Canon.

Océ ging eerder deze maand akkoord met een overname door Canon voor EUR 8,60 per aandeel. ■

Bron: rtlz, 21 december 2009

In figuur 1.1 geven we het koersverloop van het aandeel Océ weer in de periode vlak voor de aankondiging van de overname door Canon (op 16 november 2009) tot en met 31 december 2009).

Figuur 1.1 Slotkoersen aandeel Océ



Op vrijdag 13 november 2009 is het aandeel Océ gesloten op € 5,065. De maandag daaropvolgend heeft Canon een bod uitgebracht van € 8,60 per aandeel Océ. Dat is circa 70% boven de slotkoers op 13 november 2009. Canon heeft blijkbaar hoge verwachtingen van de overname van Océ.



Vormen van eigen en vreemd vermogen

1

- 1.1 Eigen vermogen
- 1.2 Aandelenkapitaal
- 1.3 Verschijningsvormen van effecten
- 1.4 Waardering van aandelen
- 1.5 Preferente aandelen
- 1.6 Emissie(prijs) van aandelen
- 1.7 Mutaties in het aandelenvermogen
- 1.8 Vreemd vermogen
- 1.9 Vormen van vreemd vermogen op lange termijn
- 1.10 Vormen van vreemd vermogen op korte termijn
- 1.11 Voorzieningen
- 1.12 Vermogensaantrekking in het MKB

De vermogensbehoefte van de onderneming en de wijze waarop in die behoefte wordt voorzien, moeten wat omvang en looptijd betreft op elkaar afgestemd zijn. De aan te trekken financiële middelen kunnen bestaan uit eigen en/of vreemd vermogen. De vergoeding over het eigen vermogen hangt af van de ondernemingsresultaten en is dus onzeker. Voor de verschaffers van vreemd vermogen vervult het eigen vermogen een bufferfunctie. Dit betekent dat eventuele verliezen in eerste instantie ten koste gaan van de omvang van het eigen vermogen. De terugbetaling van het vreemd vermogen komt eerst in gevaar als door aanhoudende verliezen het eigen vermogen geheel is opgesoupeerd. Het eigen vermogen wordt ook wel ondernemend of risicodragend vermogen genoemd. Met name bij het uitgeven van nieuwe aandelen doet zich een aantal specifieke problemen voor. Hoe moet de emissie worden georganiseerd? Welke bank laten we de emissie verzorgen? Hoe bepalen we welke emissieprijs redelijk is? Naast eigen vermogen kan de onderneming vreemd vermogen aantrekken om in de vermogensbehoefte te voorzien. De vergoeding die de onderneming over het vreemd vermogen verstrekt, wordt interest genoemd. Deze vergoeding is meestal onafhankelijk van de bedrijfsresultaten. Het vreemd vermogen wordt daarom ook wel niet-

ondernemend of niet-risicodragend vermogen genoemd. Bij beëindiging van de onderneming wordt allereerst het vreemd vermogen terugbetaald. Wat daarna overblijft, komt toe aan de eigenaren van de onderneming. Vragen die bij het aantrekken van nieuw vreemd vermogen aan de orde kunnen komen, zijn:

- Welke verhouding tussen eigen en vreemd vermogen is wenselijk?
- Welke vorm van vreemd vermogen willen we uitbreiden?
- Wat is de hoogte van interestvergoeding die door de markt vereist wordt?
- Hoe moet de aflossing van de lening worden geregeld?

In dit hoofdstuk zal het aantrekken van eigen vermogen door het uitgeven van aandelen centraal staan. Zie voor de beschrijving van financiële producten ook www.investopedia.com en www.nyse.com.



1.1 Eigen vermogen

De wijze waarop ondernemingen in hun vermogensbehoefte voorzien, is mede afhankelijk van de omvang van het aan te trekken vermogen. Relatief kleine ondernemingen hebben veelal de rechtsvorm van eenmanszaak, vennootschap onder firma, maatschap, commanditaire vennootschap of besloten vennootschap. Het eigen vermogen van deze ondernemingen wordt vaak door de ondernemers zelf of door familie en/of goede relaties van de ondernemers ingebracht. Deze inbreng komt tot stand door een direct contact tussen de onderneming en de verschaffers van eigen vermogen. De voorwaarden waartegen dit eigen vermogen beschikbaar wordt gesteld, komen door onderling overleg tot stand. Aanpassing van de voorwaarden aan de wensen van de betrokkenen is daardoor mogelijk.

Grote ondernemingen hebben meestal de rechtsvorm van naamloze vennootschap. Zij doen voor het aantrekken van eigen vermogen in de regel een beroep op een grote groep van beleggers door het uitgeven van aandelen.

Bij een nv of bv wordt het eigen vermogen ingebracht door de aandeelhouders. Dit eigen vermogen kan toenemen door winstinsthoudingen (winstreserve), waardestijging van de activa (herwaarderingsreserve) of door nieuwe stortingen door de aandeelhouders. Verlies van de onderneming of terugbetalingen aan de aandeelhouders verlagen het eigen vermogen van de nv of bv.

Het eigen vermogen van een nv of bv bestaat uit het door aandeelhouders gestorte aandelenkapitaal en reserves. De aandeelhouder heeft zijn ingebrachte vermogen permanent aan de onderneming ter beschikking gesteld. Zolang de onderneming niet geliquideerd wordt, is ze niet verplicht dit eigen vermogen aan de verschaffers ervan terug te betalen. Een aandeelhouder kan wel zijn aandeel via de effectenbeurs aan een andere belegger verkopen. Het aandelenkapitaal blijft echter permanent ter beschikking van de nv staan.

We maken een onderscheid tussen de eerste uitgifte van aandelen en de handel in eerder uitgegeven aandelen. In het eerste geval spreken we van de primaire markt: de nv geeft aandelen uit en ontvangt in ruil daarvoor een bedrag van de belegger (die dan aandeelhouder wordt in

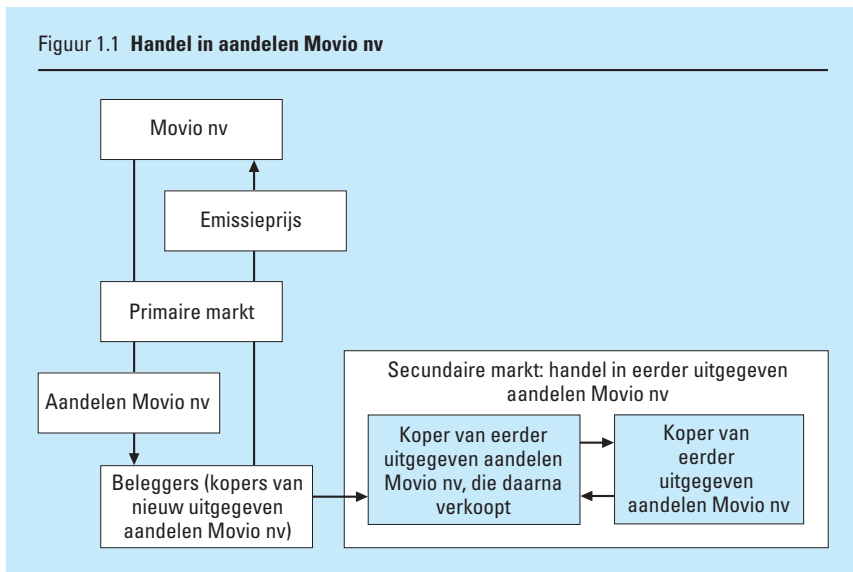
Winstreserve
Herwaarderings-
reserve

Primaire markt

Secundaire markt

die nv). In het tweede geval spreken we van een secundaire markt: het kopen en verkopen van reeds uitgegeven aandelen door de beleggers onderling. De onderneming waarvan de aandelen worden verhandeld, speelt geen rol in de handel tussen de beleggers onderling. We geven dit in figuur 1.1 weer aan de hand van de fictieve onderneming Movio nv.

Figuur 1.1 Handel in aandelen Movio nv



De vraag naar en het aanbod van vermogen vindt plaats op een mondiale markt, waar Engels de voertaal is. Daarom is het belangrijk ook de Engelse termen te kennen, die in de financiële wereld worden gebruikt. We geven enkele voorbeelden:

- primaire markt = primary market;
- secundaire markt = secondary market;
- eerste uitgifte van aandelen = initial public offering (IPO);
- effectenbeurs = stock exchange.



Voor de betekenis van deze en andere Engelse termen zie www.investopedia.com.

Dividend

Preferente aandelen

MC1.1

Aandeelbewijzen

De aandeelhouders hebben recht op een deel van de winst van de onderneming. De aan de aandeelhouders uitgekeerde winst wordt dividend genoemd. In de statuten van een nv of bv kunnen afspraken voorkomen met betrekking tot de winstverdeling. Ook kunnen sommige aandelen voorrechten geven bij de verdeling van de winst (preferente aandelen). Over dat deel van de winst waarover vooraf geen afspraken zijn gemaakt, beslist de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Bij kleine ondernemingen wordt in onderling overleg tussen de eigenaren vastgesteld op welke wijze de winst wordt verdeeld.

Bij een bv worden de aandelen geplaatst bij een kleine groep van aandeelhouders. De namen van de aandeelhouders en het aantal aandelen dat zij in de bv bezitten, worden in een register vastgelegd (de aandelen staan op naam, er worden geen aandeelbewijzen uitgegeven). De aandelen van een bv zijn niet vrij verhandelbaar.

1.2 Aandelenkapitaal

Maatschappelijk kapitaal

Nominale waarde

In de statuten van een nv of bv wordt de omvang van haar maatschappelijk kapitaal vastgesteld. Het maatschappelijk kapitaal is het maximale bedrag (gemeten in nominale waarde) waarvoor de nv of bv aandelen kan uitgeven, zonder dat een statutenwijziging noodzakelijk is. De nominale waarde van een aandeel is de in de statuten vermelde waarde van een aandeel. Deze waarde is meestal een rond bedrag (€ 1, € 10, € 100, € 1.000 of een veelvoud van deze bedragen).

Geplaatst aandelenkapitaal

Gestort aandelenkapitaal

In werkelijkheid kan het voorkomen dat slechts een gedeelte van het maatschappelijk kapitaal geplaatst is. Dit gedeelte wordt het geplaatste aandelenkapitaal genoemd. Het gedeelte van het geplaatste aandelenkapitaal (in nominale waarde) dat door de aandeelhouders reeds gestort is, heet het gestorte aandelenkapitaal. Het geplaatste kapitaal moet op grond van de wet minimaal 20% van het maatschappelijk kapitaal bedragen. Bovendien eist de wet dat minimaal 25% van het geplaatste kapitaal wordt gestort.

■ Voorbeeld 1.1

Het maatschappelijk kapitaal van nv De Kaap is verdeeld in 4 000 aandelen van ieder € 1.000 nominaal. Hiervan zijn er 800 geplaatst (minimum) tegen een koers van 140%. De aandeelhouders hebben 25% (minimum) van het verschuldigde (nominale) bedrag gestort:

Maatschappelijk kapitaal	$4\,000 \times €\,1.000 =$	€ 4.000.000
Niet geplaatst	$3\,200 \times €\,1.000 =$	- 3.200.000
		<hr/>
Geplaatst kapitaal	$800 \times €\,1.000 =$	€ 800.000
Gestort kapitaal	$800 \times €\,250 =$	- 200.000
		<hr/>
Nog te storten kapitaal		€ 600.000

Als het geplaatste aandelenkapitaal niet is volgestort, dan moet uit de balans blijken welk bedrag de aandeelhouders nog kunnen storten.

Agio

We spreken van agio als bij de uitgifte (emissie) van aandelen de uitgiftekoers (emissiekoers) meer bedraagt dan 100%. In voorbeeld 1.1 bedraagt het agio € 400 per uitgegeven aandeel. Dit bedrag komt overeen met 40% van de nominale waarde van het aandeel (€ € 1.000).

De aandeelhouders betalen bij eerste plaatsing:

Gestort kapitaal		€ 200.000
Agio	$800 \times €\,400 =$	- 320.000
		<hr/>
		€ 520.000

Bij de emissie betalen de aandeelhouders het volle bedrag aan agio. Het agio behoort niet tot het gestorte kapitaal.

Core Tier-1 Securities

In oktober 2008 heeft de Nederlandse Staat voor € 10 miljard aandelen (Core Tier-1 Securities) van ING gekocht als onderdeel van haar maatregelen om de Nederlandse financiële sector te beschermen tijdens de mondiale financiële crisis. Deze 'staatssteun' aan ING was nodig omdat de financiële positie van ING door de financiële crisis ernstig was aangetast (zie ook Google en zoek op *financiële crisis*). Om deze staatssteun

terug te kunnen betalen, heeft ING in december 2009 nieuwe aandelen uitgegeven. De opbrengst daarvan wordt gebruikt om een gedeelte van de Core Tier-1 Securities van de Nederlandse Staat terug te kopen. Uit het prospectus dat ING in het kader van de uitgifte van de nieuwe aandelen heeft opgesteld, lichten we enkele passages. De belangrijkste begrippen die daarin voorkomen, lichten we daarna toe.

ING Groep N.V.

Offering of 1,768,412,544 Bearer Depository Receipts representing 1,768,412,544 Ordinary Shares (with a par value of EUR 0.24 each) of ING Groep N.V. Subscription Price in the Rights Offering: EUR 4.24 per Bearer Depository Receipt.

Uit het Prospectus lichten we (uit het gedeelte in de Nederlandse taal) de volgende passages:

Samenvatting van de Aanbieding Uitgever: ING Groep N.V., een naamloze vennootschap opgericht naar Nederlands recht met statutaire zetel in Amsterdam, Nederland.

Aanbieding: De Aanbieding heeft betrekking op een totaal van 1.768.412.544 Nieuwe BDR's met betrekking tot 1.768.412.544 Nieuwe Gewone Aandelen.

Aantal Bestaande Gewone Aandelen, uitstaand op de datum van dit Prospectus: 2.063.147.969

Aantal gewone aandelen uitstaand na de uitgifte van de Nieuwe Gewone Aandelen: 3.831.560.513

Aanbieding van Rechten: Onder de voorwaarden uiteengezet in dit Prospectus zullen de houders van de Bestaande Aandelen (andere dan de Stichting) na de sluiting van de beurs op 27 november 2009 (de "Referentie Datum") één Recht per gehouden Bestaand Aandeel toegewezen krijgen. 7 Rechten zullen de houder daarvan recht geven om in te schrijven op 6 Nieuwe BDR's tegen de Inschrijvingsprijs.

Inschrijvingsprijs: De Inschrijvingsprijs zal EUR 4,24 bedragen per Nieuwe BDR, hetgeen overeenstemt met de slotkoers van EUR 8,92 per ING aandeel op Euronext Amsterdam en op Euronext Brussel op 26 november 2009 en USD 12,28 per ADS op NYSE op 25 november 2009.

Joint Global Coordinators en Joint Bookrunners: Goldman Sachs International, ING Bank N.V. en J.P. Morgan Securities Ltd. **Vertegenwoordigers:** Goldman Sachs International en J.P. Morgan Securities Ltd.

Co-Bookrunners: Credit Suisse Securities (Europe) Limited, Deutsche Bank AG, HSBC Bank Plc en Morgan Stanley & Co. International plc.

Joint Lead Managers: Citigroup Global Markets Limited, ABN AMRO Bank N.V. en UBS Limited.

Co-Lead Managers: Banca IMI S.p.A., BNP Paribas, Commerzbank Aktiengesellschaft, Fortis Bank (Nederland) N.V., Lloyds TSB Bank Plc, Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A., Banco Santander S.A., Société Générale, en UniCredit Group (Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG).

Underwriters De Vertegenwoordigers, Co-Bookrunners, Joint Lead Managers en de Co-Lead Managers worden gezamenlijk aangeduid als de "Underwriters".

Lock-Up: De Vennootschap is overeengekomen met de Underwriters dat, behalve voor de emissie van ING aandelen in de Aanbieding, zij, voor een periode die eindigt 90 dagen na de Sluitingsdatum en behoudens enkele uitzonderingen, noch direct noch indirect ING aandelen of andere effecten converteerbaar of inwisselbaar in ING aandelen of effecten die rechten vertegenwoordigen om in te schrijven op ING aandelen of deel te nemen aan een transactie met een gelijkaardig economisch effect, zal uitgeven, verkopen, aanbieden of anderszins daarover zal beschikken.

Gebruik van de Opbrengsten: ING is van plan om de opbrengst

van de Aanbieding in de eerste plaats aan te wenden om de terugkoop te financieren van de Core-Tier-1 Securities gehouden door de Nederlandse Staat ten belope van EUR 5 miljard aan emissieprijs, te vermeerderen met de opgebouwde rente en de terugkooppremie. De terugkooppremie betaalbaar met betrekking tot de teruggekochte Core-Tier-1 Securities zal variëren tussen EUR 346 miljoen en EUR 705 miljoen, gebaseerd op de marktprijs van de ING aandelen op het moment van de terugkoop. De opgebouwde rente op een rentepercentage van 8,5% op de teruggekochte Core-Tier-1 Securities wordt geschat op EUR 260 miljoen (uitgaande van een terugbetalingsdatum op de Sluitingsdatum). Derhalve wordt het bedrag dat nodig is voor de terugkoop ten belope van EUR 5 miljard aan emissieprijs geschat tussen EUR 5.605 miljoen en EUR 5.963 miljoen.

ING is voornemens om het resterende deel van de opbrengst van de Aanbieding aan te wenden om haar kapitaalpositie te versterken, inclusief de verrekening van de eenmalige kostenpost (vóór belasting) ten belope van EUR 1,3 miljard die ten laste zal genomen worden van het vierde kwartaal van 2009, als gevolg van de additionele betalingen aan de Nederlandse Staat.

Levering, Betaling en Certificering: De Levering van de Nieuwe BDR's tegen betaling van de Inschrijvingsprijs of de Globale Aanbiedingsprijs, naargelang het geval, wordt verwacht plaats te vinden op of rond 21 december 2009 (de "Sluitingsdatum"), of op elke andere datum zoals bepaald door de Joint Global Coordinators en Bookrunners.

De Levering tegen betaling zal plaatsvinden via de verrekeningsystemen van Euroclear. ■

Bron: Prospectus ING Groep nv, 27 november 2009

We lichten enkele begrippen uit het prospectus kort toe:
 BDR = bearer depositary receipts = certificaten van aandelen, die worden uitgegeven door de Stichting ING aandelen die 1.768.412.544 gewone aandelen van de ING Groep nv vertegenwoordigen.
 Ordinary shares = gewone aandelen.
 Core-Tier-1 Securities = eigen vermogen + open reserves.
 Voor de verklaring van de andere begrippen verwijzen we naar www.investopedia.com.



Uit de voorgaande passage blijkt dat de emissie van aandelen een complexe zaak is waarbij veel partijen zijn betrokken. Wij lichten hierna enkele kernbegrippen toe, die in het kader van dit boek relevant zijn. Deze begrippen zijn: certificaten van aandelen, agio, claimemissie, onderwinters, lock-up en green-shoe-optie.

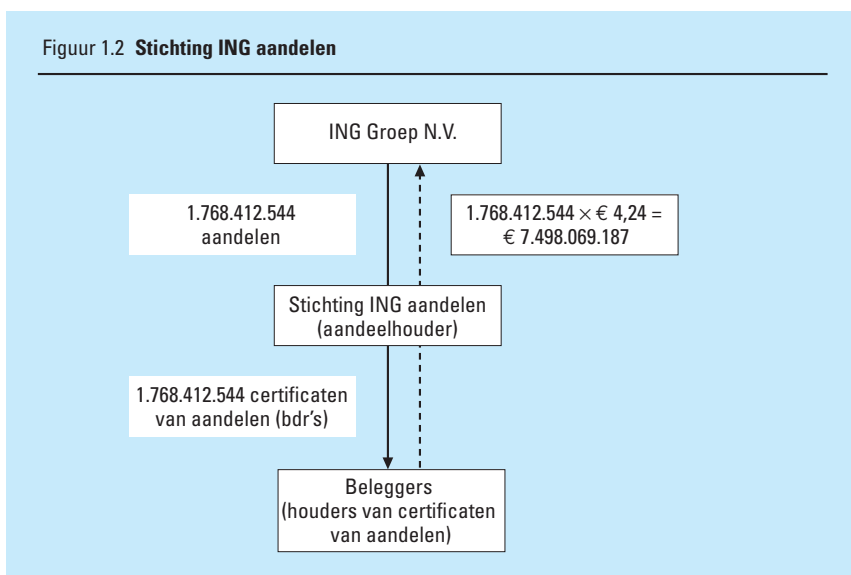
Certificaten van aandelen

De ING Groep nv geeft aandelen uit aan de Stichting ING aandelen, die certificaten van aandelen ING uitgeeft die door de beleggers kunnen worden gekocht en op de effectenbeurs worden genoteerd. De houders van de certificaten van aandelen ING hebben stemrecht en recht op dividend. Zij kunnen ook een bindende stemopdracht geven aan de Stichting ING aandelen. De stichting kan naar eigen goeddunken de stemrechten uitoefenen waarvoor zij geen stemopdrachten heeft ontvangen. Van de stichting wordt vereist dat ze de belangen van alle houders van certificaten behartigt, ongeacht of zij al dan niet deelnemen aan de Algemene Vergadering.

We geven de gang van zaken bij de uitgifte van aandelen ING en certificaten van aandelen in figuur 1.2 globaal weer.

Certificaten van aandelen

Figuur 1.2 Stichting ING aandelen



Agio

De (certificaten van) aandelen ING met een nominale waarde van € 0,24 worden verkocht voor € 4,24 per aandeel. Dit betekent dat het agio € 4 per aandeel bedraagt. Ondernemingen zijn verplicht aan een aandeel een nominale waarde toe te kennen, maar dit zegt niets over de werkelijke waarde (beurswaarde) van het aandeel.

Beurshandel ING lamgelegd

Bij extreem hoge omzetten verliest de bank in twee dagen een kwart van zijn waarde

Gert van der Have
AMSTERDAM

Extreem hoge omzetten hebben er gisteren toe geleid dat de handel in het aandeel ING op de Amsterdamse effectenbeurs werd opgeschort. Het computersysteem van Euronext Amsterdam kon de grote hoeveelheid orders niet meer verwerken. Beleggers reageren op de door de Europese Commissie afgedwongen verkoop van de verzekeringsactiviteiten, en op de geplande claimmissie van €7,5 mrd.

Op de Amsterdamse beurs stond het aandeel ING na een dollemansrit om 16.30 uur op een verlies van 6%, waarmee de bank-verzekeraar binnen twee dagen een kwart van zijn waarde verloor. Vanaf dat moment kon er niet meer in het aandeel, dat €8,983 noteerde, worden gehandeld.

In een persverklaring stelde Euronext dat de handel werd opgeschort, omdat de grote volumes leidden tot een technische storing.

[...]

Volgens handelaren dreigde de omzet in het aandeel ING boven de honderd miljoen stuks uit te schieten, bijna het viervoudige van een gemiddelde dag op Beursplein 5.

Het aandeel ING is een speelbal geworden van allerlei grote beleggers, hedgefondsen en, in veel mindere mate, particulieren. 'Particulieren zijn al twee dagen aan het kopen in de hoop dat de koers gaat stijgen', zegt directeur Marcel Kalse van onlinebroker Alex.

Volgens handelaren is iedereen aan het uitpuzzelen wat ING Bank in de toekomst waard is na de voorgenomen afslanking, waarbij 45% van het balanstotaal wordt weggesneden.

Ook leidt de aangekondigde claimmissie tot onzekerheid. Sommige analisten, zoals van de Belgische bank KBC, verwachten dat ING zelfs tot een miljard stuks extra aandelen zal moeten bijdrukken boven de al uitstaande twee miljard, om het gewenste bedrag van €7,5 mrd op te halen.

[...]

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 28 oktober 2009

Claimmissie

Claimmissie

Een claimmissie houdt in dat de houders van reeds uitgegeven aandelen ING als eerste het recht krijgen om nieuwe aandelen ING te kopen. Dit voorrecht wordt vertegenwoordigd door een dividendbewijs (met een bepaald nummer) dat behoort bij een bestaand aandeel. Tegen inlevering van zeven van deze claimrechten en bijbetaling van € 4,24 worden zes nieuwe BDR's ontvangen.

De houders van eerder uitgegeven aandelen ING (waaraan de claimrechten worden toegekend) kunnen deze claimrechten ook op de effectenbeurs verkopen.

Underwriters

Underwriters

De banken die de uitgifte van de aandelen verzorgen en uitvoeren, noemen we underwriters. De underwriters nemen ook de verplichting op zich om de aandelen die op de sluitingsdatum niet zijn verkocht voor eigen rekening te kopen. Het risico van het mislukken van de



emissie ligt daardoor bij de underwriters. ING is verzekerd van de gewenste opbrengst van de emissie. De levering van de aandelen ING vindt plaats door tussenkomst van Euroclear (zie www.euroclear.com).

Lock-up

De underwriters mogen in de negentig dagen na de sluitingsdatum (de lock-upperiode) geen aandelen ING of andere effecten converteerbaar of inwisselbaar in ING uitgeven, verkopen of aanbieden. Deze voorwaarde wordt gesteld om te voorkomen dat de underwriters de beurskoers van de aandelen ING in de periode kort na de sluitingsdatum te veel zouden kunnen beïnvloeden.

Green-shoe-optie

De underwriters kunnen ook een 'over-allotment option' krijgen. Dat betekent dat ze extra aandelen mogen uitgeven als de vraag naar aandelen groter is dan het aantal dat wordt aangeboden. Deze optie wordt ook wel green-shoe-optie genoemd. In het prospectus van ING wordt daar geen melding van gemaakt.

Uit het voorgaande krantenbericht blijkt dat de beurskoers van een aandeel flink kan fluctueren. Als de beurskoers van een aandeel in een korte tijd sterk schommelt, kan Euronext de handel in dat aandeel tijdelijk stilleggen. De Autoriteit Financiële Markten ziet toe op een ordelijk verloop van de financiële markten, waaronder de handel in aandelen (zie www.afm.nl).



Over-allotment option

Green-shoe-optie

MC1.2

1.3 Verschijningsvormen van effecten

Effecten (aandelen en obligaties) kunnen op naam staan en aan toonder zijn. De effecten aan toonder zijn onder te verdelen in de volgende stukken:

K-stukken

- *K-stukken*: Dit zijn klassieke effectenbewijzen bestaande uit een mantel en een dividend- of couponblad, dat afzonderlijke dividend- of couponbewijzen bevat.

CF-stukken

- *CF-stukken*: Deze bestaan uit een mantel ter grootte van een ponskaart en een dividend- of couponblad zonder afzonderlijke dividend- of couponbewijzen. Knippen van couponbewijzen is niet nodig, omdat deze centraal worden geadmistreerd in het Centrum voor Fondsenadministratie (CF). Het dividend- of couponblad kan dus niet in handen komen van een houder. Alleen banken (bewaarbedrijven) die zijn aangesloten bij het Centrum voor Fondsenadministratie kunnen effecten in bewaring hebben.

Global note

- *Global note*: Dit is een verzamelbewijs van effecten dat alle effecten van dezelfde soort vertegenwoordigt. Juridisch is er geen gedematerialiseerd stuk, want er is een toonderstuk. (Dematerialisatie wil zeggen dat het aandeel *niet* de vorm van een *tastbaar* document heeft.) In de praktijk is er wel sprake van dematerialisatie: een global note is niet bedoeld noch geschikt om te circuleren tussen beleggers.

Dematerialisatie

MC1.3

Op de bewaring en het beheer van effecten is een speciale wettelijke regeling van toepassing. Deze is opgenomen in de Wet giraal effectenverkeer (Wge). In 1997 wees de overheid het Nederlands Instituut voor



Giraal Effectenverkeer (Necigef) aan als uitvoerder van de Wge. Necigef maakt onderdeel uit van Euroclear Nederland (voor informatie zie www.euroclear.com). Amsterdam Exchanges nv werkt met de bedrijfstak hard aan dematerialisatie door de bestaande fysieke effectenvoorraden om te zetten in global notes. Daarmee behoort het fysieke en kostbare effectenverkeer definitief tot het verleden en is er sprake van vrijwel volledige dematerialisatie. Voor uitgebreidere en actuele informatie over het effectenverkeer verwijzen we naar de website van Amsterdam Exchanges (www.nyse.com).



1.4 Waardering van aandelen

Wat de waarde van een aandeel is, is vaak moeilijk vast te stellen. Dit is met name het geval bij de uitgifte van nieuwe aandelen door een onderneming die voor het eerst aandelen uitgeeft. Dan is nog geen beurskoers bekend van eerder uitgegeven aandelen, die als referentie zouden kunnen dienen voor nieuw uit te geven aandelen. De verschillende waardebegrippen die we bespreken, zijn: de nominale waarde, de intrinsieke waarde, de rentabiliteitswaarde en de beurswaarde.

Nominale waarde

Nominale waarde

De nominale waarde is de in de statuten vermelde waarde van een aandeel.

De nominale waarde van een aandeel is van belang bij:

- *Balanswaardering*. Het aandelenkapitaal wordt op de balans van een nv of bv gewaardeerd tegen de nominale waarde.
- *Niet volgestorte aandelen*. De houders van niet-volgestorte aandelen kunnen in sommige situaties, zoals faillissement, verplicht worden hun aandeel vol te storten tot aan de nominale waarde.
- *Dividenduitkering*. De door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgestelde dividenduitkering kan luiden in een percentage. Dit percentage moet dan worden berekend over de nominale waarde van het aandeel. In het algemeen wordt het dividend echter uitgedrukt in eensluitend geld (een bepaald bedrag per aandeel).

Een belegger die een aandeel wenst te kopen of verkopen, zal de waarde van een aandeel zo goed mogelijk willen vaststellen, voordat hij een opdracht tot koop of verkoop van aandelen geeft. In de bedrijfseconomie zijn diverse theorieën ontwikkeld, die een verklaring proberen te geven voor de waarde van een aandeel. Twee gangbare uitgangspunten om de theoretische waarde van een aandeel te bepalen, zijn:

- 1 De waarde van een aandeel hangt af van de intrinsieke waarde van de onderneming.
- 2 De waarde van een aandeel wordt bepaald door de contante waarde van de toekomstige geldontvangsten die uit het bezit van het aandeel voortvloeien (rentabiliteitswaarde).

Intrinsieke waarde

Intrinsieke waarde

Onder de intrinsieke waarde van een onderneming verstaan we het eigen vermogen van een onderneming zoals dat uit haar balans blijkt. Het eigen vermogen is de som van het aandelenvermogen en de reser-

ves. Het eigen vermogen is gelijk aan het verschil tussen de totale waarde van de activa en de omvang van het vreemd vermogen. De intrinsieke waarde van één aandeel wordt berekend door de intrinsieke waarde van de totale onderneming te delen door het aantal geplaatste aandelen.

■ Voorbeeld 1.2

Onderneming Heconad nv heeft een maatschappelijk kapitaal van € 20.000.000, waarvan 70% geplaatst is. Alle aandelen hebben een nominale waarde van € 1. Op deze aandelen is door de aandeelhouders 80% gestort.

Gevraagd:

Bereken op basis van de balans per 31 december 2010 de intrinsieke waarde per aandeel Heconad

Balans Heconad nv per 31 december 2010

Terreinen	€ 2.400.000	Geplaatst aandelenkapitaal	€ 14.000.000
Gebouwen	- 8.000.000	Aandeelhouders nog	
Voorraden	- 1.600.000	te storten	- 2.800.000
Debiteuren	- 700.000		
Kas	- 360.000	Gestort aandelenkapitaal	€ 11.200.000
		Agioreserve	- 300.000
		Ingehouden winst	- 400.000
		Hypotheek	- 800.000
		Rekening-courant	- 220.000
		Crediteuren	- 140.000
	€ 13.060.000		€ 13.060.000

Uitwerking:

Het eigen vermogen van deze onderneming bestaat uit:

Aandelenkapitaal	€ 11.200.000
Agioreserve	- 300.000
Ingehouden winst	- 400.000
Eigen vermogen = intrinsieke waarde =	€ 11.900.000

Het aantal geplaatste aandelen volgt uit:

$$\frac{\text{geplaatst aandelenkapitaal}}{\text{nominale waarde per aandeel}} = \frac{70\% \times € 20.000.000}{€ 1} = € 14 000 000$$

De intrinsieke waarde per aandeel bedraagt:

$$€ 11.900.000 : 14 000 000 \text{ aandelen} = € 0,85 \text{ per aandeel.}$$

Rentabiliteitswaarde

Rentabiliteitswaarde

De rentabiliteitswaarde van een onderneming berekenen we door alle verwachte toekomstige winsten van de onderneming contant te maken. De rentabiliteitswaarde van één aandeel wordt vervolgens berekend door de rentabiliteitswaarde van de onderneming te delen door het aantal geplaatste aandelen.

Een andere benadering om de rentabiliteitswaarde van een aandeel te berekenen gaat uit van de toekomstige geldontvangsten die op basis van het aandeel worden verwacht. De rentabiliteitswaarde van een aandeel

berekenen we dan door de verwachte dividenden per aandeel en de geschatte toekomstige verkoopwaarde van het aandeel contant te maken.

■ Voorbeeld 1.3

Van onderneming ArenA nv is gegeven dat de intrinsieke waarde € 9.000.000 bedraagt. ArenA nv wordt in staat geacht gedurende een oneindig lange periode ieder jaar € 2.000.000 winst te maken. Gezien het risico dat verbonden is aan een belegging in aandelen ArenA nv wordt over het eigen vermogen een rendement vereist van 8% per jaar. Dit betekent dat de winst voldoende moet zijn om 8% vergoeding over het geïnvesteerde eigen vermogen (op basis van de rentabiliteitswaarde) op te leveren. Om de rentabiliteitswaarde van deze onderneming te bepalen, wordt de volgende berekening gemaakt:

$$0,08 \times \text{rentabiliteitswaarde} = \text{€ 2.000.000.}$$

$$\text{Rentabiliteitswaarde} = \text{€ 2.000.000} : 0,08 = \text{€ 25.000.000.}$$

De rentabiliteitswaarde blijkt gelijk te zijn aan:

$$\frac{\text{jaarlijkse, gelijkblijvende winst (eeuwigdurend)}}{\text{vereiste rendement}} = \frac{\text{€ 2.000.000}}{0,08} = \text{€ 25.000.000}$$

Goodwill

Er is sprake van goodwill als de rentabiliteitswaarde van een onderneming groter is dan de intrinsieke waarde. In voorbeeld 1.3 is er sprake van een goodwill van € 16.000.000.

Beurswaarde

De hiervoor besproken intrinsieke en rentabiliteitswaarde zijn theoretische waarden. De werkelijke waarde (van de op de beurs genoteerde aandelen) komt vrijwel dagelijks tot stand op de effectenbeurs. De beurswaarde is de waarde van een aandeel, die op de effectenbeurs onder invloed van de vraag naar en het aanbod van dat aandeel tot stand komt. De beurskoers is afhankelijk van een groot aantal factoren. Zo zullen de koersontwikkelingen op de verschillende effectenbeurzen elkaar beïnvloeden. Ook wijzigingen in de verwachte resultaten van bedrijven en wijzigingen in de verwachte inflatie en renteontwikkeling zullen invloed hebben op de beurskoersen. Ook kunnen allerlei psychologische factoren gevolgen hebben voor het gedrag van de beleggers en daarmee voor de beurskoersen. Dit alles leidt ertoe dat beurskoersen moeilijk te voorspellen zijn.

Beurswaarde

❖ V1.1

1.5 Preferente aandelen

Preferente aandelen

Preferente aandelen zijn aandelen waaraan voor de houder bepaalde voorrechten zijn verbonden. De voorrechten kunnen betrekking hebben op:

- het beheer (de zeggenschap);
- de verdeling van een eventueel overschot in geval van liquidatie van de onderneming;
- de winstverdeling.

Prioriteitsaandelen

Preferente aandelen die voorrechten geven met betrekking tot het beheer van de nv of bv noemen we prioriteitsaandelen. De houders van deze aandelen hebben extra zeggenschap bij belangrijke beslissingen

zoals de benoeming van leden van de Raad van Bestuur, de uitbreiding van het aandelenkapitaal en het accepteren van grote investeringsprojecten.

Het kan ook voorkomen dat aan bepaalde aandelen voorrechten zijn verleend bij de verdeling van een positief liquidatiesaldo. Deze aandelen zijn vaak uitgereikt aan personen die in het verleden een bijzondere prestatie voor de onderneming hebben geleverd. Hiertoe behoren de oprichters of de aandeelhouders die in het verleden bij een reorganisatie een grote financiële bijdrage hebben geleverd. In ruil daarvoor krijgen zij bij beëindiging van de onderneming een voorrecht bij de verdeling van een positief liquidatiesaldo.

Winstpreferente aandelen

Aandelen die voorrechten geven bij de winstverdeling noemen we winstpreferente aandelen.

De winstpreferente aandelen kunnen worden onderscheiden in:

- (gewone) preferente aandelen;
- cumulatief preferente aandelen;
- preferente, winstdelende aandelen;
- cumulatief preferente, winstdelende aandelen.

Op (gewone) preferente aandelen wordt bij de winstverdeling een in de statuten vastgelegd dividendpercentage uitgekeerd voordat het primaire dividend aan de houders van gewone aandelen wordt toegekend. Het kan voorkomen dat de winst van de onderneming in een bepaald jaar onvoldoende is om het preferente dividend volledig uit te keren. Als in de statuten opgenomen is dat naast het preferente dividend over het lopende jaar, ook het achterstallige preferente dividend moet worden uitgekeerd vóórdat op de gewone aandelen dividend wordt uitgekeerd, spreken we van cumulatief preferente aandelen.

Preferente, winstdelende aandelen zijn aandelen die, na uitkering van het preferente dividend en het primaire dividend op de gewone aandelen, ook nog delen in een eventueel daarna resterende overwinst. De houders van gewone aandelen ontvangen naast het primaire dividend vaak ook nog een gedeelte van de hiervoor bedoelde overwinst.

Cumulatief preferente aandelen

Preferente, winstdelende aandelen

◆ MC1.5

◆ V1.2

Tijdens een lopend boekjaar kan, vooruitlopend op de definitieve winstuitkering, aan de aandeelhouders dividend worden uitgekeerd. Dit dividend heet interimdividend. Na afloop van het boekjaar wordt het definitieve dividend vastgesteld en het verschil tussen het definitieve en het interimdividend uitbetaald. Het verschil noemen we slotdividend.

Interimdividend

Slotdividend

Stockdividend

Stockdividend is een dividenduitkering in de vorm van aandelen. Als deze uitkering ten laste van de agioreserve wordt verricht, is over het stockdividend geen belasting verschuldigd. De aandeelhouder heeft in dat geval vaak ook de mogelijkheid het dividend in contanten uitbetaald te krijgen. De aandeelhouders kunnen dan kiezen tussen uitkering in aandelen (stockdividend) en uitbetaling in contanten (cashdividend). Er is dan sprake van keuzedividend.

◆ MC1.6

Cashdividend

Keuzedividend

Hierna volgt een advertentie van Unilever N.V. in *Het Financieele Dagblad* van 9 december 2005.



UNILEVER N.V. ROTTERDAM

Unilever

4% AFLOSBAARE CUMULATIEF-PREFERENTE AANDELEN

De Raad van Bestuur van Unilever N.V. bericht, dat besloten is over het boekjaar 2005 een voorlopige uitkering van € 1,82 per 4% cumulatief-preferent aandeel van nominaal € 45,38* van 2 januari 2006 af verkrijgbaar zal zijn, onder aftrek van 25% dividendbelasting.

Op aandelen waarvoor een aandeelbewijs met dividendbewijzen is afgegeven zal tegen inlevering van dividendbewijs no 92 genoemde uitkering worden betaald ten kantore van

ABN AMRO Bank N.V.

ING Bank N.V.

te Amsterdam, Rotterdam en 's-Gravenhage.

Op aandelen waarvoor geen aandeelbewijs is afgegeven doch een boeking in het aandelenregister

van de vennootschap is gesteld, geschiedt betaling ten gunste van degene te wiens naam de aandelen staan op 9 december 2005 bij kantoorluiting.

Houders van CF-stukken ontvangen het dividend automatisch via de bewaarder waar hun stukken op 9 december 2005 bij kantoorluiting in bewaring zijn.

8 december 2005

UNILEVER N.V.
Rotterdam

* Het hierboven getoonde eurobedrag voor het aandelenkapitaal is een weergave in euro's op basis van artikel 67c van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek van het onderliggende guldenbedrag.

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 9 december 2005

1.6 Emissie(prijs) van aandelen

We bespreken achtereenvolgens de emissie en de vaststelling van de emissieprijs van aandelen.

1.6.1 Emissie

Emissie van aandelen

Onder een emissie van aandelen wordt de uitgifte van nieuw gecreëerde aandelen verstaan, waardoor extra eigen vermogen door de nv of bv wordt aangetrokken.

Ondernemingen waarvan de aandelen niet op de beurs genoteerd staan, zullen de aandelen bij een kleine groep van belanghebbenden moeten plaatsen. In dat geval is er sprake van een onderhandse uitgifte van aandelen.

Institutionele beleggers

Ook nv's kunnen hun aandelen plaatsen bij een beperkte groep van institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen of andere instellingen met een omvangrijk vermogen.

Openbare emissie Initial Public Offering

Een openbare emissie houdt in dat iedere willekeurige belegger de aandelen van een nv kan kopen. De eerste uitgifte van aandelen wordt in de Angelsaksische literatuur aangeduid met Initial Public Offering (IPO).

Emissiesyndicaat

In het algemeen zal de onderneming bij een omvangrijke openbare emissie gebruikmaken van een emissiesyndicaat of consortium. Dit is een groep van banken en/of commissarissen die de onderneming van

advies dienen en de emissie begeleiden. De Engelse termen die in dit verband relevant zijn, luiden: Joint Global Coordinators, Joint Bookrunners, Co-Bookrunners, Joint Lead Managers en Co-Lead Managers (voor de betekenis en de rol van deze financiële dienstverleners zie www.investopedia.com).



De activiteiten van het consortium kunnen zich beperken tot het adviseren, het opstellen van het prospectus en de administratieve en logistieke afwikkeling van de emissie.

Het prospectus bevat naast de emissievoorwaarden, informatie over de emitterende onderneming. De potentiële kopers van de aandelen moeten zich mede op basis van de informatie uit het prospectus een beeld kunnen vormen van de financiële positie van de onderneming. Ook de risico's die verbonden zijn aan het beschikbaar stellen van eigen vermogen aan deze onderneming moeten zij mede op basis daarvan beoordelen.

Guichetemissie

Een guichetemissie is een emissie waarbij een consortium van banken zijn kantoren (loketten) beschikbaar stelt voor de verkoop van aandelen (guichet = loket). Het consortium draagt bij een guichetemissie niet het risico van het mislukken van de emissie.

Overgenomen emissie

Bij een gegarandeerde of overgenomen emissie verleent het consortium (de underwriters) dezelfde diensten als bij een guichetemissie, maar bovendien neemt het consortium vooraf alle aangeboden aandelen over. Hierdoor komt het risico van het mislukken van de emissie bij het consortium te liggen. Het consortium verplicht zich alle aandelen die na sluiting van de emissie niet geplaatst zijn, tegen een vooraf overeengekomen prijs te kopen.

MC1.7

Vrije emissie

Met betrekking tot de wijze van emitteren wordt onderscheid gemaakt in:

- *Een vrije emissie.* Hierbij kan iedere belangstellende zich laten inschrijven voor een aantal aandelen.
- *Een voorkeuremissie.* Hierbij worden aan een bepaalde groep belanghebbenden voorrechten verleend bij het inschrijven op de nieuwe aandelen. Deze voorrechten worden toegekend aan degenen die reeds aandelen van de emitterende onderneming bezitten. De emissie van (certificaten van) aandelen ING is een voorbeeld van een claimemissie.

Voorkeuremissie

1.6.2 Vaststelling emissieprijs

Voordat een onderneming tot emissie besluit, zal zij – na advisering door en in overleg met het consortium – een beslissing moeten nemen over de hoogte van de emissieprijs.

Emissieprijs

Bij het vaststellen van de emissieprijs moet ook rekening worden gehouden met de reactie van de beleggers op de aankondiging van de emissie. Als een onderneming bijvoorbeeld bekendmaakt dat ze een investeringsproject wil gaan uitvoeren (met een hoge verwachte netto contante waarde) en voor de financiering van het project aandelen wil gaan uitgeven, kan deze bekendmaking een gunstig effect hebben op de beurskoers van de reeds uitstaande aandelen. Zij delen immers ook in de toekomstige waardecreatie als gevolg van de nieuwe investering. Beleggers kunnen ook minder positief reageren op de nieuwe investeringsplannen van de onderneming. Zij verwachten mogelijk dat de

winst per aandeel daalt, omdat de toekomstige resultaten over een groter aantal aandelen moet worden verdeeld. De laatste reactie kan leiden tot een daling van de beurskoers van de oude aandelen. Onderzoek wijst uit dat de bekendmaking van een nieuwe aandelenemissie in het algemeen tot een (lichte) daling van de beurskoers van de reeds uitstaande aandelen leidt. Om de negatieve invloed op de beurskoers te beperken zal de ondernemingsleiding bij een nieuwe emissie uitgebreide informatie aan de vermogensmarkt verstrekken. Door de (potentiële) beleggers zo goed mogelijk te informeren, kunnen zij zich een goed beeld vormen van de toekomst van de onderneming. Dat is van groot belang voor de koersvorming, zowel vóór als direct na de emissie.

Fair value

Bij een emissie van aandelen zal de leiding van de onderneming worden bijgestaan door financieel deskundigen van de bank of de banken die de emissie begeleiden. Bij hun adviezen houden de deskundigen zowel rekening met de belangen van de beleggers die al aandelen van de onderneming bezitten als met de belangen van de beleggers die de nieuwe aandelen zullen gaan kopen. Dit betekent onder meer dat de emissieprijs voor beide partijen rechtvaardig (acceptabel) moet zijn. Maar wat is een rechtvaardige prijs voor de nog uit te geven aandelen? De rechtvaardige waarde (fair value) is een emissieprijs die gelijk is aan de verwachte beurskoers direct na emissie. Als de emissieprijs € 30 is en direct na emissie is het aandeel bijvoorbeeld € 36 waard, dan is het aandeel (achteraf gezien) tegen een te lage emissieprijs uitgegeven. Als echter het aandeel direct na emissie bijvoorbeeld € 25 waard is, dan is het aandeel (achteraf gezien) tegen een te hoge emissieprijs uitgegeven. In het laatste geval hebben de kopers van de nieuwe aandelen een nadeel, terwijl de houders van de oude aandelen er baat bij hebben (er worden immers minder aandelen uitgegeven dan er bij een emissieprijs van € 25 uitgegeven hadden moeten worden om eenzelfde emissieopbrengst te realiseren). Voor een onderneming die voor de eerste keer aandelen uitgeeft (IPO), is het inschatten van de verwachte beurswaarde van het aandeel, en daarmee het bepalen van een rechtvaardige emissieprijs, een lastige aangelegenheid.

Claimemissie

Claim

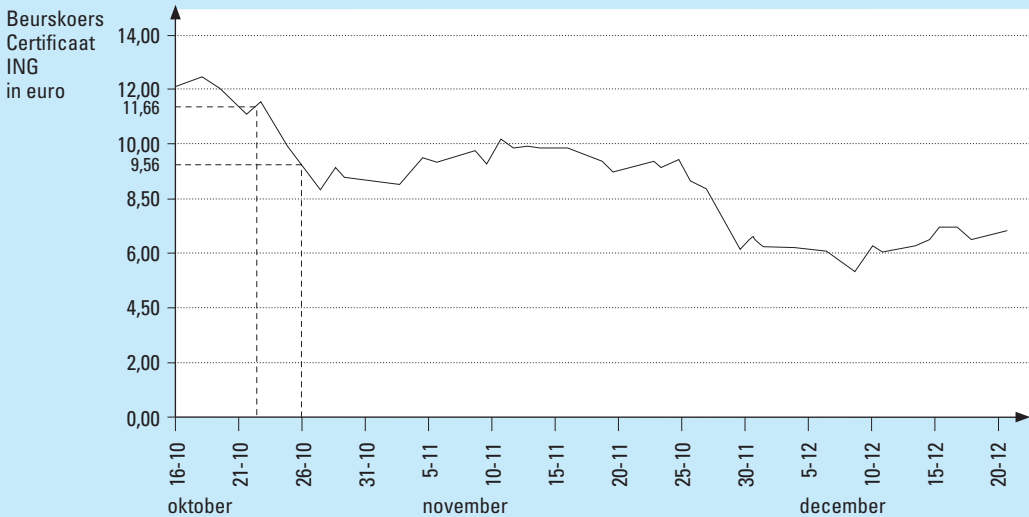
Bij een onderneming die in het verleden al aandelen heeft uitgegeven, kan het probleem van het vaststellen van een rechtvaardige emissieprijs (fair value) worden ondervangen door een claimemissie. Bij een claimemissie krijgen de houders van de aandelen die reeds zijn uitgegeven, het voorrecht om de nieuwe aandelen te kopen. Per oud aandeel wordt een recht (claim) verleend om nieuwe aandelen te kopen. Dit recht (de claim) kan op de effectenbeurs worden verhandeld. Bij een aandelenemissie moeten we onderscheid maken tussen houders van aandelen vóór de emissie ('ah voor'), beleggers die nieuwe aandelen kopen ('ah nieuw') en houders van aandelen na emissie ('ah na'). Hierbij merken we op dat één bepaalde belegger zowel tot de groep 'ah voor', 'ah nieuw' als 'ah na' kan behoren.

De claims worden toegekend aan de aandeelhouders die behoren tot de groep 'ah voor', maar zij zijn niet verplicht van hun voorkeurrecht gebruik te maken (het is immers een recht). Zij kunnen hun claims ook op de effectenbeurs verkopen aan beleggers die wel nieuwe aandelen willen kopen.

Koersverloop ING rond de aankondiging van de emissie

Om de mogelijke gevolgen van een aandelenemissie voor de beurskoers van een aandeel te illustreren, geven we het koersverloop van de (certificaten van) aandelen ING in de periode 16 oktober 2009 tot en met 22 december 2009 in figuur 1.3 weer.

Figuur 1.3 Beurskoersen van (certificaten van) aandelen ING in de periode van 16 oktober t/m 22 december 2009



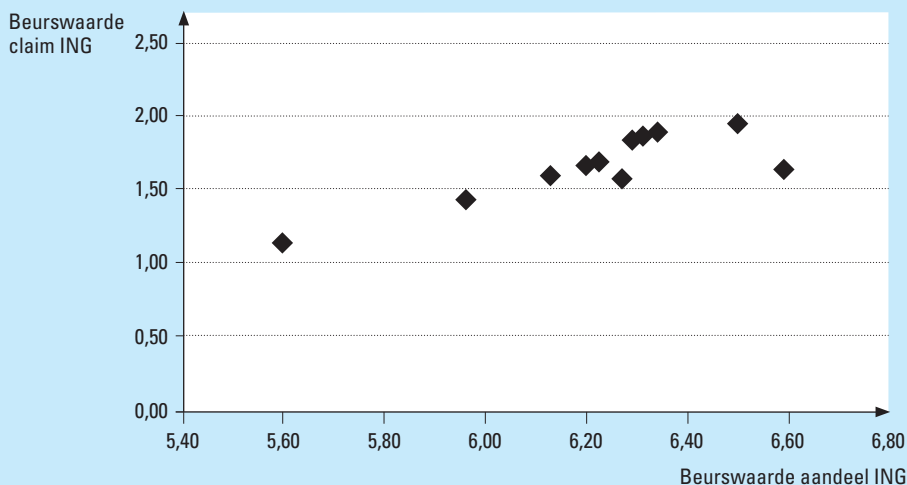
Direct na de aankondiging op 26 oktober van de emissie van nieuwe aandelen ING daalt de beurskoers van € 11,66 naar € 9,56 (– 18%). Vanaf 30 november 2009 noteert het certificaat van aandeel ING ex claim. Daardoor daalt de beurswaarde van het aandeel met een bedrag dat ongeveer overeenkomt met de waarde van de claim, die vanaf die dag een afzonderlijke beurswaarde heeft.

Vanaf 30 november 2009 noteren de aandelen ING ex claim. Vanaf dat moment wordt de claim afzonderlijk verhandeld en heeft een eigen notering op de effectenbeurs. Het claimrecht kan tot en met 15 december 2009 worden uitgeoefend. Daarna heeft de claim geen waarde meer. We geven het verloop van de beurswaarde van het aandeel ING en van de claim in tabel 1.1 weer.

Tabel 1.1 Beurskoers van het aandeel ING en de claim ING (slotkoersen)

2009 Datum	Beurskoers certificaat van aandeel ING	Beurskoers van de claim ING	Totaal
24 november	9,430	0	9,430
25 november	9,619	0	9,619
26 november	8,916	0	8,916
27 november	8,530	0	8,530
30 november	6,204	1,650	7,854
1 december	6,507	1,950	8,457
2 december	6,309	1,754	8,063
3 december	6,322	1,770	8,092
4 december	6,342	1,810	8,152
7 december	6,186	1,616	7,802
8 december	5,932	1,431	7,363
9 december	5,610	1,164	6,774
10 december	6,270	1,550	7,820
11 december	6,124	1,552	7,676
14 december	6,300	1,770	8,070
15 december	6,574	1,667	8,241
16 december	6,962	0	6,962
17 december	6,980	0	6,980
18 december	6,694	0	6,694
21 december	6,793	0	6,793

Figuur 1.4 Verband tussen beurswaarde aandeel en beurswaarde claim



Uit figuur 1.4 blijkt dat de beurswaarde van de claim ING in het algemeen stijgt (daalt) als de beurswaarde van het aandeel ING stijgt (daalt). Op het verband tussen de waarde van de claim en de waarde van het aandeel gaan we in voorbeeld 1.4 nader in.

In voorbeeld 1.4 gaan we nog wat dieper in op de mogelijke gevolgen van een claimemissie voor de beurswaarde van het aandeel. Ook lichten we daarin de berekening van de waarde van een claim toe.

■ **Voorbeeld 1.4**

Onderneming Fair Play nv is van plan nieuwe aandelen uit te geven door middel van een claimemissie. De onderneming heeft 400 000 aandelen uitstaan, die een beurswaarde hebben van € 100 per aandeel. Dit betekent dat de beurswaarde van de onderneming (vóór emissie) € 40.000.000 bedraagt. Fair Play nv heeft ambitieuze investeringsplannen waarvoor ze € 8.000.000 nieuw eigen vermogen wil aantrekken. In nauw overleg met de banken, die de claimemissie gaan begeleiden en uitvoeren, is een gedetailleerd programma opgesteld om de potentiële beleggers te informeren. Bij het vaststellen van de emissieprijs houdt de leiding van de onderneming rekening met de verwachte beurswaarde van het aandeel na emissie. In overleg met financieel specialisten en rekening houdend met de reacties van de (vermogens) markt, schat de leiding van Fair Play nv de beurswaarde van de onderneming direct na emissie op € 46.000.000.

Gevraagd:

Welke invloed zal de emissie hebben op de beurskoers van het aandeel en op de emissieprijs?

In dit voorbeeld stijgt de beurswaarde van de onderneming naar verwachting met € 6.000.000, terwijl de opbrengst van de emissie € 8.000.000 bedraagt. Met andere woorden: de vermogensmarkt is (nog) niet overtuigd van de positieve effecten van de nieuwe investeringen. Integendeel: in feite schat de vermogensmarkt de netto contante waarde van de investeringsprojecten op – € 2.000.000. Deze € 2.000.000 komt ten laste van de houders van oude aandelen ('ah oud') en zal tot een koersdaling van de reeds uitstaande aandelen leiden. Deze waardedaling noemen we de *onvermijdbare* waardedaling.



Uitwerking (zie ook www.seriefinancieelmanagement.noordhoff.nl):

De emissieprijs waartegen de aandelen worden uitgegeven, zal invloed hebben op het aantal uit te geven aandelen. Gegeven is dat de gewenste opbrengst van de emissie € 8.000.000 bedraagt. Naarmate de emissieprijs lager wordt vastgesteld, zullen er meer aandelen uitgegeven moeten worden om deze opbrengst te realiseren. Het verband tussen de emissieprijs en het aantal uit te geven nieuwe aandelen (= m) wordt door de volgende formule weergegeven:

$$\text{emissieprijs} = \frac{\text{opbrengst van de emissie}}{\text{aantal nieuwe aandelen}} = \frac{\text{€ 8.000.000}}{m}$$

Ook uit deze formule blijkt dat de emissieprijs zal afnemen naarmate er meer nieuwe aandelen worden uitgegeven (m wordt dan groter, terwijl de gewenste opbrengst van de emissie € 8.000.000 blijft). Een toename van het aantal nieuwe aandelen leidt bovendien tot een lagere verwachte beurskoers na emissie, zoals uit de volgende relatie blijkt (n = aantal uitstaande aandelen vóór de emissie):

De verwachte beurswaarde van een aandeel na emissie =

$$\frac{\text{beurswaarde van de onderneming direct na de emissie}}{\text{aantal uitstaande aandelen na emissie}} = \frac{\text{€ 46.000.000}}{m + m}$$

De hoogte van de emissieprijs en de verwachte beurswaarde van een aandeel na emissie zijn hierna voor diverse waarden van m (= aantal nieuwe aandelen) in de tabel en de figuur weergegeven.

Verloop van de emissieprijs en de beurswaarde van een aandeel na emissie

	$EP = \frac{EOB}{m}$		$MPN = \frac{TWN}{n + m}$
m	$EP = \frac{\text{€ 8.000.000}}{m}$	n + m	$MPN = \frac{\text{€ 46.000.000}}{n + m}$
10 000	€ 800,0000	410 000	€ 112,1951
20 000	€ 400,0000	420 000	€ 109,5283
30 000	€ 266,6667	430 000	€ 106,9767
40 000	€ 200,0000	440 000	€ 104,5455
50 000	€ 160,0000	450 000	€ 102,2222
60 000	€ 133,3333	460 000	€ 100,0000
70 000	€ 114,2857	470 000	€ 97,8723
80 000	€ 100,0000	480 000	€ 95,8333
84 211	€ 95,0000	484 211	€ 95,0000
90 000	€ 88,8889	490 000	€ 93,8776
100 000	€ 80,0000	500 000	€ 92,0000
110 000	€ 72,7273	510 000	€ 90,1961
120 000	€ 66,6667	520 000	€ 88,4615
130 000	€ 61,5385	530 000	€ 86,7925
140 000	€ 57,1429	540 000	€ 85,1852
150 000	€ 53,3333	550 000	€ 83,6364

Betekenis symbolen:

EP = emissieprijs

EOB = emissieopbrengst (hier € 8.000.000)

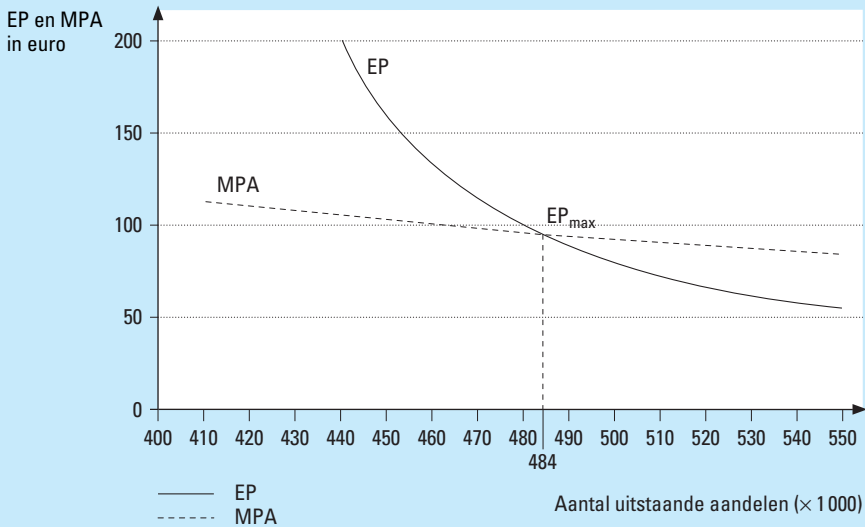
MPN = marktprijs (beurswaarde) van een aandeel na emissie

TWN = totale waarde van de onderneming na emissie

n = aantal uitstaande aandelen vóór emissie = 400 000

m = aantal uit te geven nieuwe aandelen

Verloop van de emissieprijs en de marktwaarde van het aandeel



Uit de tabel en de figuur blijkt dat zowel de emissieprijs als de beurskoers na emissie afneemt, naarmate het aantal uit te geven aandelen toeneemt. In dit voorbeeld blijkt een emissieprijs van € 95, bij uitgifte van 84 211 nieuwe aandelen, maximaal haalbaar.

In voorbeeld 1.4 is de beurskoers vóór emissie € 100, terwijl de maximale beurswaarde na emissie € 95 bedraagt. De *onvermijdbare* waardedaling per aandeel bedraagt € 5. De huidige aandeelhouders van Fair Play nv hebben blijkbaar toch ingestemd met de voorgenoemde emissie, omdat zij verwachten dat de beurskoers zich in de toekomst zal herstellen.

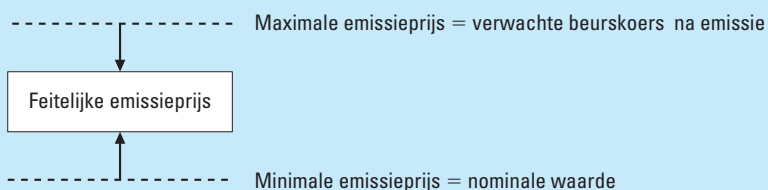
Minimale emissieprijs

Voordat een onderneming tot emissie besluit, zal zij – na advisering door en in overleg met het consortium – een beslissing moeten nemen over de hoogte van de emissieprijs. De ondergrens wordt bepaald door wettelijke voorschriften. Op grond van de wet is niet toegestaan aandelen te emitteren tegen een waarde die ligt beneden de nominale waarde; dat is de minimale emissieprijs. Hierop wordt echter een uitzondering gemaakt voor een overgenomen emissie. Voor het gedeelte van de aandelen dat door de banken wordt overgenomen, is de minimale emissieprijs 94% van de nominale waarde.

Maximale emissieprijs

De emittent zal in het prospectus informatie verschaffen over de factoren die van invloed zijn op de hoogte van de beurskoers en op het risico aan de belegging verbonden. Daarin wordt ook (een indicatie van) de hoogte van de emissieprijs vermeld. Vooral voor ondernemingen die voor het eerst aandelen uitgeven is het lastig een redelijke emissieprijs vast te stellen. Een potentiële koper zal niet meer willen betalen dan de door hem verwachte beurswaarde van het aandeel na emissie; dat is de maximale emissieprijs. Het schema in figuur 1.5 geeft de boven- en ondergrens aan van de feitelijke emissieprijs.

Figuur 1.5 **Feitelijke emissieprijs**



De vaststelling van de werkelijke emissieprijs, die zal liggen tussen de hiervoor genoemde minimale en maximale waarde, hangt af van een aantal overwegingen.

Een hoge emissieprijs, die dicht bij de maximaal mogelijke emissieprijs ligt, heeft als voordeel dat er minder aandelen uitgegeven hoeven te worden. Dit leidt tot lagere emissiekosten en tot een geringere druk op de koers van de aandelen. De wens om de aandelen uit te geven tegen een hoge koers kan ook in verband staan met het streven van ondernemingen om het dividend te stabiliseren. Veel aandeelhouders hebben een voorkeur voor min of meer constante inkomsten uit hun aandelenbezit. Daarom streven ondernemingen ernaar ieder jaar een min of meer gelijk dividend uit te keren. In jaren met hoge winsten wordt dan een deel van de winst ingehouden en toegevoegd aan de winstreserve. In jaren met slechtere resultaten kan een gedeelte van de winstreserve worden aangesproken om de dividenduitkering op het gewenste niveau te houden. Het streven van een onderneming naar dividendstabilisatie zal bij een hogere emissieprijs (waardoor minder nieuwe aandelen uitgegeven worden) eerder gerealiseerd kunnen worden, dan bij een lagere emissieprijs. Naarmate het aantal nieuwe aandelen geringer is, zullen de intrinsieke en de rentabiliteitswaarde van de aandelen minder sterk dalen. Een hoge emissieprijs brengt echter wel het gevaar van een mislukking van de emissie met zich mee.

Dividendstabilisatie

Een lage emissieprijs heeft tot gevolg dat er meer aandelen uitgegeven moeten worden om hetzelfde bedrag te ontvangen. Hierdoor wordt de druk op de waarde van de aandelen groter. De waarde van de onderneming moet dan over een veel groter aantal aandelen worden verdeeld. De beurswaarde van de aandelen zal meer dalen dan in het geval waarbij een hoge emissieprijs wordt aangehouden. Een lagere beurswaarde verkleint ook de afstand tussen de beurswaarde en de nominale waarde, waardoor toekomstige emissies bemoeilijkt worden.

De onderneming zal een emissieprijs vaststellen die in haar ogen de ondernemingsdoelstelling (en daarmee de belangen van de aandeelhouders) het best dient. Zij zal hierbij rekening houden met de genoemde overwegingen en het advies van het bankconsortium dat de emissie begeleidt.

Verwachte beurswaarde

Om de verwachte beurskoers van een aandeel na emissie vast te stellen, maken we de volgende berekening:

$$\frac{\text{verwachte beurskoers van de onderneming na emissie}}{\text{aantal uitstaande aandelen na emissie} = n + m} = \text{verwachte beurswaarde na emissie}$$

Om de verwachte beurswaarde van een claim te berekenen, moeten we eerst het aantal claims berekenen dat nodig is om één nieuw aandeel te mogen kopen. Het aantal in te leveren claims volgt uit:

$$\frac{\text{aantal claimes dat is toegekend}}{\text{aantal nieuwe aandelen} (=m)} = \text{aantal in te leveren claims nieuw aandeel}$$

MC1.9
V1.3

Het aantal claims dat wordt toegekend = aantal uitstaande aandelen \times het aantal claims dat per oud aandeel wordt toegekend. In het algemeen wordt per oud aandeel slechts één claim toegekend en dan is het aantal toegekende claims gelijk aan het aantal uitstaande aandelen vóór emissie (= n). Maar als er bijvoorbeeld twee claims per uitstaand aandeel worden toegekend, is het aantal uitstaande claims gelijk aan $2 \times n$.



■ **Voorbeeld 1.4 (vervolg)** (zie ook www.seriefinancieelmanagement.noordhoff.nl)
Fair Play nv zal een emissieprijs vaststellen die lager ligt dan de maximaal mogelijke emissieprijs van € 95. Wij veronderstellen dat Fair Play nv één claim toekent per uitstaand aandeel.

Gevraagd:

Bereken de verwachte beurswaarde van een aandeel na emissie en de waarde van de claim aan de hand van twee fictieve emissieprijsen:

a € 80;

b € 70.

Uitwerking:

Ad a

$$\text{Aantal nieuwe aandelen (m)} = \frac{\text{gewenste opbrengst emissie}}{\text{emissieprijs}} = \frac{€ 8.000.000}{€ 80} = € 100 000$$

Aantal claims nodig om een nieuw aandeel te mogen kopen =

$$\frac{\text{aantal claims dat is toegekend}}{\text{aantal nieuwe aandelen (m)}} = \frac{400 000 \times 1}{100 000} = 4$$

De verwachte beurswaarde van een aandeel na emissie volgt uit:

$$\frac{\text{verwachte beurskoers van de onderneming na emissie}}{\text{aantal uitstaande aandelen na emissie} = n + m} = \frac{46.000.000}{400 000 + 100 000} = € 92$$

De waarde van een claim kan op de volgende wijze worden berekend:

4 claims + de emissieprijs = één nieuw aandeel.

4 \times claimwaarde + € =80 = € 92

4 \times claimwaarde = € 92 – € 80

Waarde van één claim = $\frac{€ 92 - € 80}{4} = € 3$

Verwachte
beurswaarde
Claim-waarde

$$\text{waarde van één claim} = \frac{\text{verwachte beurswaarde van een aandeel na emissie} - \text{emissieprijs}}{\text{aantal claims pe nieuw aandeel}}$$

Door de emissieprijs (€ 80) lager vast te stellen dan de maximaal mogelijke emissieprijs (€ 95) daalt de verwachte beurswaarde van de reeds uitstaande aandelen. Bij een emissieprijs van € 80 daalt de verwachte beurswaarde van € 95 (maximaal mogelijke beurswaarde) naar € 92. Het verschil tussen € 95 en € 92 noemen we de *vermijdbare* waardedaling. Het verschil tussen de beurswaarde vóór emissie (€ 100) en de maximaal mogelijke emissieprijs (€ 95) is de *onvermijdbare* waardedaling.

De *vermijdbare* waardedaling van de oude aandelen bedraagt in totaal: $400\,000 \times (\text{€ } 95 - \text{€ } 92) = \text{€ } 1.200.000$. Deze vermijdbare waardedaling wordt volledig gecompenseerd door de waarde van de claims = $400\,000 \times \text{€ } 3 = \text{€ } 1.200.000$. De claims bieden echter geen compensatie voor de onvermijdbare waardedaling, die gelijk is aan $400\,000 \times (\text{€ } 100 - \text{€ } 95) = \text{€ } 2.000.000$.

Ad b

$$\text{Aantal nieuwe aandelen (m)} = \frac{\text{gewenste opbrengst emissie}}{\text{emissieprijs}} = \frac{\text{€ } 8.000.000}{\text{€ } 70} = 114\,285,71$$

Aantal claims nodig om een nieuw aandeel te mogen kopen =

$$\frac{\text{aantal claims dat is toegekend}}{\text{aantal nieuwe aandelen (m)}} = \frac{400\,000 \times 1}{114\,285,71} = 3,5$$

De verwachte beurswaarde van een aandeel na emissie volgt uit:

$$\frac{\text{verwachte beurskoers van de onderneming na emissie}}{\text{aantal uitstaande aandelen na emissie} = n + m} = \frac{\text{€ } 46.000.000}{400\,000 + 114\,285,71} = \text{€ } 89,4444 \text{ (afgerond)}$$

De waarde van een claim kan als volgt worden berekend:

$$\text{waarde van één claim} = \frac{\text{€ } 89,4444 - \text{€ } 70}{3,5} = \text{€ } 5,5555 \text{ (afgerond)}$$

De *vermijdbare* waardedaling van de oude aandelen bedraagt in totaal: $400\,000 \times (\text{€ } 95 - \text{€ } 89,4444) = \text{€ } 2.222.222,22$. Deze *vermijdbare* waardedaling wordt volledig gecompenseerd door de waarde van de claims = $400\,000 \times \text{€ } 5,5555 \text{ (afgerond)} = \text{€ } 2.222.222,22$.

Als bij deze variant (*b*) per oud aandeel twee claims worden toegekend, wordt het aantal claims per nieuw aandeel $2 \times 3,5 = 7$ en daalt de waarde van een claim naar $\text{€ } 5,55 : 2 = 2,7777 \text{ (afgerond)}$. De totale waarde van de claims is dan weer: $800\,000 \times \text{€ } 2,7777 = \text{€ } 2.222.222,22$.

Uit voorbeeld 1.4 blijkt onder meer dat bij een claimemissie het vaststellen van een rechtvaardige emissieprijs minder gevoelig ligt. Een lagere emissieprijs leidt weliswaar tot een grotere daling van de beurswaarde na emissie, maar dit nadeel wordt volledig gecompenseerd door een hogere waarde van de claims. Zowel bij een hoge als lage emissieprijs blijft het nadeel voor de houders van reeds uitgegeven aandelen beperkt tot de *onvermijdbare* waardedaling. Als de beurswaarde van

de uitstaande aandelen als reactie op de bekendmaking van de nieuwe emissie stijgt, krijgen de houders van de reeds uitstaande aandelen te maken met een 'onvermijdbare' waardeinstijging (waarmee ze geen moeite zullen hebben).

1.7 Mutaties in het aandelenvermogen

Door een (openbare) emissie van aandelen neemt het aandelenvermogen toe. Naast een emissie kunnen er echter ook andere oorzaken of redenen zijn waardoor het aandelenvermogen een verandering ondergaat. We bespreken hierna een aantal situaties waarin mutaties in het aandelenvermogen optreden: herkapitalisatie, aandelensplitsing, stockdividend en afstempelen van aandelen.

Herkapitalisatie

Een onderneming die in het verleden veel winsten heeft behaald én gunstige winstverwachtingen heeft, zal de beurskoers van haar aandelen in het algemeen zien toenemen. Hoewel een hoge beurskoers een gunstig teken is, heeft het als nadeel dat de verhandelbaarheid van het aandeel afneemt. De potentiële koper moet voor een aandeel een groot bedrag op tafel leggen. Met name voor de kleine beleggers kan dit een probleem zijn. Door de uitgifte van nieuwe aandelen ten laste van de reserves kan de onderneming de beurswaarde van het aandeel in neerwaartse richting beïnvloeden. De totale waarde van de onderneming wordt dan over een groter aantal aandelen verdeeld. Deze nieuwe aandelen, die gratis aan de houders van oude aandelen worden verstrekt, worden bonusaandelen genoemd. Als de uitgifte ten laste van de agioreserve komt, is er sprake van een agiobonus. Van een agiobonus van bijvoorbeeld € 200.000 wordt de volgende journaalpost gemaakt:

Agiioreserve	€ 200.000	
Aan Aandelenvermogen		€ 200.000

Door de uitgifte van bonusaandelen treedt er geen verandering op in de totale omvang van het eigen vermogen. Er treedt alleen een verhoging van het aandelenvermogen op ten koste van de reserves.

Een verandering binnen het eigen vermogen, waarbij de omvang van het eigen vermogen ongewijzigd blijft, noemen we herkapitalisatie.

Aandelensplitsing

De beurskoers kan ook dalen door een aandelensplitsing. Bij een aandelensplitsing wordt ieder oud aandeel omgewisseld in meer nieuwe aandelen met een lagere nominale waarde per aandeel. Hierdoor zal de beurswaarde van een aandeel dalen, omdat de totale waarde van de onderneming over een groter aantal aandelen moet worden verdeeld. Het totale geplaatste nominale aandelenkapitaal ondergaat echter geen verandering. Zo kan een onderneming bijvoorbeeld besluiten 10 000 aandelen van nominaal € 1.000 te vervangen door 20 000 aandelen met een nominale waarde van € 500.

Hierna volgt een aankondiging van een aandelensplitsing door beleggingsmaatschappij Fortis OBAM nv, onderdeel van Fortis.

Bonusaandelen
Agiioreserve
Agiobonus

Herkapitalisatie

Aandelensplitsing

Aandelensplitsing Fortis OBAM N.V.

Juni 2008

Tijdens de Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders van Fortis OBAM N.V., van 9 juni 2008, is besloten tot statutenwijziging van de vennootschap. Deze statutenwijziging houdt onder andere een splitsing van de gewone aandelen van Fortis OBAM N.V. in. Deze statutenwijziging, en daarmee de aandelenplitsing, zal op 1 juli 2008 effectief zijn. Hieronder kort een aantal belangrijke punten aangaande de splitsing. Officiële berichtgeving zal, zoals gebruikelijk, via advertenties en via de website van Fortis OBAM plaatsvinden.

- Splitsing verhouding: 1: 2

- Datum van splitsing: 1 juli 2008

Zoals vermeld volgt er meer informatie via een advertentie, verschijnend in de edities van Het Financieele Dagblad, het NRC Handelsblad en De Officiële Prijs-courant van 24 juni 2008. De inhoudelijke informatie inzake de statutenwijziging en overige informatie kunt u vinden op www.fortisobam.nl.

Uiteraard kunt u ook contact opnemen met uw contactpersoon bij Fortis Investments.

Met vriendelijke groet, Fortis Investments ■

Een hoge beurswaarde van een aandeel heeft als nadeel dat de verhandelbaarheid geringer wordt. Dit heeft een negatief effect op de beurskoers. Bij Fortis OBAM nv bedraagt de splitsingsverhouding 1:2. Dat wil zeggen dat een oud aandeel wordt gesplitst in twee nieuwe aandelen. Hierdoor zal de beurskoers van een aandeel Fortis OBAM nv ongeveer halveren.

Stockdividend

Stockdividend

Er treedt ook een vergroting van het aantal aandelen op als er een stockdividend wordt toegekend. Er is sprake van stockdividend als het dividend wordt uitgekeerd door uitgifte van nieuwe aandelen. Omdat in dit geval de totale waarde van de onderneming niet verandert, zal de waarde per aandeel afnemen.

Winstuitkering in de vorm van aandelen heeft als voordeel dat de liquide middelen van de onderneming niet aangesproken worden. Een onderneming kan naast stockdividend ook een dividend in contanten uitkeren. Het contante dividend (cashdividend) kan door de aandeelhouder worden gebruikt voor de betaling van de verschuldigde belasting over het stock- én cashdividend. Over het stockdividend dat wordt uitgekeerd ten laste van de agioreserve is (als aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan) geen belasting verschuldigd.

Cashdividend

Afstempelen van aandelen

Afstempelen van aandelen

Ondernemingen die gedurende een lange periode slechte resultaten hebben behaald, zullen hun beurskoers zien dalen. Door saneringen en financiële reorganisaties zullen deze ondernemingen proberen de resultaten in de toekomst te verbeteren. Tegen deze achtergrond kan de onderneming ook besluiten de aandelen af te stempelen. Afstempelen van aandelen kan worden gerealiseerd door bijvoorbeeld twee oude aandelen om te wisselen in één nieuw aandeel, met dezelfde nominale waarde per aandeel. Hierdoor zal de beurswaarde van het aandeel door afstempeling verdubbelen. De totale waarde van de onderneming ondergaat door afstempeling van aandelen in het algemeen geen wijziging.

1.8 Vreemd vermogen

Vreemd vermogen

De verschaffers van vreemd vermogen zijn (in juridische zin) schuldeisers van de onderneming. De verschaffer van vreemd vermogen verleent krediet. De onderneming is meestal verplicht het vreemd vermogen binnen een bepaalde tijd terug te betalen. Vreemd vermogen wordt daarom ook wel *tijdelijk* vermogen genoemd. Dit in tegenstelling tot eigen vermogen dat niet terugbetaald hoeft te worden en daarom als permanent vermogen wordt aangemerkt. Naast aflossingen is de onderneming in het algemeen verplicht een bepaalde interest te betalen aan de kredietverschaffers.

Het vreemd vermogen van een onderneming kan worden onderverdeeld in diverse vormen. De onderverdeling kan verband houden met verschillen in looptijd, rentetarief, verhandelbaarheid en zekerheidstelling.

Zekerheidstelling

Naast de indeling naar looptijd kan het vreemd vermogen verdeeld worden in vreemd vermogen dat niet door zekerheden en vreemd vermogen dat wel door zekerheden wordt gedekt. Leverancierskrediet, commercial papers en medium term notes zijn voorbeelden van vreemd vermogen die niet door zekerheden zijn gedekt. Als er een hypotheek verstrekt is of vorderingen zijn gecedeerd, is er sprake van door zekerheden gedekte leningen. Naarmate de financiële positie van een onderneming zwakker is, zal de geldgever meer zekerheden eisen.

De aanbieders van vreemd vermogen zijn meestal financiële instellingen zoals banken, pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Ook welgestelde particulieren kunnen al dan niet met tussenkomst van de banken als aanbieders van vreemd vermogen optreden. Belangrijke vragers naar vreemd vermogen zijn: overheden, ondernemingen en particulieren.

Indeling van het vreemd vermogen naar looptijd

Op basis van de looptijd van het vreemd vermogen maken we onderscheid in vreemd vermogen op lange termijn en vreemd vermogen op korte termijn. De grens tussen lange en korte termijn wordt meestal gelegd bij twee jaar.

De leningen met een looptijd korter dan twee jaar worden verhandeld op de geldmarkt.

Leningen met een looptijd van twee jaar of meer worden verhandeld op de kapitaalmarkt.

De vermogensmarkt omvat de geldmarkt en de kapitaalmarkt. Figuur 1.6 geeft dit in schema weer.

Tot de kapitaalmarkt behoort ook de vraag naar en het aanbod van eigen vermogen (de aandelenmarkt). Deze vorm van vermogen staat permanent ter beschikking van de onderneming.

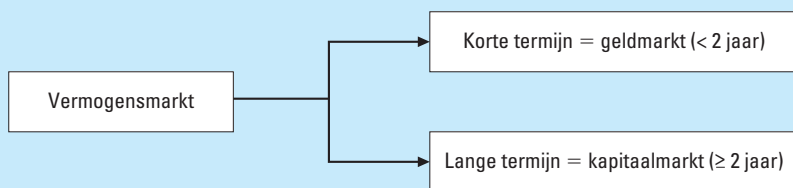
We merken op dat in het kader van de externe verslaggeving (bijvoorbeeld bij de indeling van de balans) de grens tussen vreemd vermogen op lange termijn en vreemd vermogen op korte termijn wordt gelegd bij een jaar, in plaats van twee jaar.

Geldmarkt

Kapitaalmarkt

Vermogensmarkt

Figuur 1.6 Vermogensmarkt



1.9 Vormen van vreemd vermogen op lange termijn

Het vreemd vermogen op lange termijn komt in verschillende vormen voor. Deze verschillen kunnen betrekking hebben op de wijze waarop de vergoeding voor de verschaffers van vreemd vermogen tot stand komt. Ook de wijze waarop de zekerheid voor de geldgever geregeld is, kan verschillen.

We bespreken in de volgende paragrafen in het kort de volgende vormen van vreemd vermogen op lange termijn:

- obligatieleningen;
 - hypothecaire obligatielening;
 - achtergestelde obligatielening;
 - zerocouponbond;
 - junkbond (high-yieldbond);
- converteerbare obligatie;
- overige leningen op lange termijn:
 - obligatie met warrant;
 - onderhandse lening;
 - hypothecaire lening;
 - achtergestelde lening.

1.9.1 Obligatieleningen

Obligatielening

Een obligatielening is een lening die verdeeld is over een groot aantal schuldbekentenissen, die obligaties worden genoemd (obligatie = verplichting). De obligaties hebben een nominale waarde die luidt in ronde bedragen (bijvoorbeeld € 100 of € 1.000). Ten aanzien van de verschijningsvorm en registratie van obligaties geldt hetzelfde als we opgemerkt hebben voor aandelen. Obligaties in de vorm van K- en CF-stukken worden in toenemende mate omgezet in global notes, waarvan Ncicgef het girale effectenverkeer regelt. Het omzetten van een tastbaar (materieel) aandeelbewijs of obligatie in girale vorm (global notes) heet dematerialisatie. Dematerialisatie leidt tot een grotere efficiency bij dividend- en couponbetalingen. Het aanpassen van fysieke aandelen of obligaties bij splitsing of bij aanpassing van de nominale waarde (redenominatie) kan achterwege blijven. Bovendien vervallen de kosten van het drukken en bewaren van Niet Uitgegeven Stukken (NUS-depots).

Dematerialisatie

Redenominatie

De koper van een obligatie heeft recht op een vaste interestvergoeding en op aflossing.

Obligatieleningen kunnen uitgegeven worden door:

- ondernemingen (zoals nv's, bv's), stichtingen, coöperaties;
- overheden (zoals de Nederlandse Staat), provincies en steden; obligaties, die door de Nederlandse Staat worden uitgegeven, noemen we staatsobligaties;
- hypotheekbanken; obligaties, uitgegeven door hypotheekbanken, worden pandbrieven genoemd;
- verenigingen.

Staatsobligaties

Pandbrieven

Trustee

Om de belangen van de gezamenlijke obligatiehouders te behartigen, wordt meestal een trustee (vertrouwenspersoon) aangesteld. In de trustakte wordt vastgelegd welke rechten de trustee namens de obligatiehouders kan uitoefenen.

Bulletlening

De aflossing van de lening kan ineens plaatsvinden aan het einde van de looptijd van de lening (we spreken dan van een bulletlening) of in gedeelten gedurende de looptijd van de lening. Voor de aflossing in gedeelten kunnen diverse methoden, waaronder loting, worden toegepast. In sommige gevallen heeft de schuldenaar het recht de obligatielening, na een bepaald tijdstip, vervroegd of versneld af te lossen. Als in de toekomst de vermogensbehoefte geringer is dan verwacht, dan kan de geldnemer van de mogelijkheid van vervroegde aflossing gebruikmaken. Ook kan, als in de toekomst de interest daalt, een obligatielening met een hoge interest vervroegd worden afgelost en worden vervangen door een nieuwe lening met een lagere interest.

Hypotheekbanken geven obligaties (pandbrieven) uit. De opbrengst uit de emissie van deze pandbrieven gebruiken deze banken om hypothecaire leningen te verstrekken.

Hypothecaire obligatielening

Meestal worden aan de koper van een obligatie geen zekerheden verstrekt. In dat geval moet de schuldeiser erop (kunnen) vertrouwen, dat de schuldenaar zijn verplichtingen tijdig en volledig nakomt. In het geval de obligaties uitgegeven zijn door de Nederlandse Staat zal dit voor de geldgever geen probleem zijn. Hij kan erop vertrouwen dat de Nederlandse Staat haar verplichtingen nakomt. Een belegging in staatsobligaties wordt daarom ook wel een risicovrije belegging genoemd.

Risicovrije belegging

Als de obligatielening door een onderneming wordt uitgegeven, bestaat het gevaar dat zij niet aan haar verplichtingen kan voldoen. Om de nadelen voor de kopers van deze obligaties te beperken, kan de onderneming bepaalde zekerheden geven. Aan de obligatiehouders kan het recht verleend worden bepaalde onroerende goederen te verkopen, als de onderneming haar verplichtingen niet nakomt. In dat geval verstrekt de onderneming het recht van hypotheek aan de obligatiehouders. Er is dan sprake van een hypothecaire obligatielening.

Hypothecaire obligatielening

Achtergestelde obligatielening

Het kan ook voorkomen dat de obligatiehouders met minder rechten dan de gewone (concurrerend) crediteuren van de onderneming genomen nemen. Zij worden dan achtergesteld bij de gewone crediteuren. Deze achterstelling heeft meestal betrekking op de volgorde van aflossing. De achtergestelde obligatieleningen worden dan afgelost, nadat de overige schulden van de onderneming voldaan zijn.

Achtergestelde obligatielening

Kapitaalobligaties

Kapitaalobligaties zijn achtergestelde obligaties, die met name ten laste van financiële instellingen zijn uitgegeven.

Zerocouponbond

Zerocouponbond

Op een zerocouponbond wordt tijdens de looptijd geen interest vergoed. De couponinterest is nihil. Als compensatie daarvoor ontvangt de obligatiehouder aan het einde van de looptijd een veel hoger bedrag dan het bij emissie te betalen bedrag. Het emissiebedrag is in principe gelijk aan de contante waarde van het bedrag dat aan het einde van de looptijd wordt terugbetaald. Aan het einde van de looptijd wordt meestal de nominale waarde van de obligatie terugbetaald.

■ Voorbeeld 1.5

Op een zerocouponbond van nominaal € 1.000 met een looptijd van 9 jaar wordt bij emissie een effectieve rentabiliteit van 6% per jaar beloofd.

Gevraagd:

Wat moet de emissieprijs van deze obligatie zijn om een rentabiliteit van 6% te realiseren?

Uitwerking:

$$\text{Emissieprijs} = \frac{\text{€ } 1.000}{(1,06)^9} = \text{€ } 591,90$$

Junkbond

Junkbond (high-yieldbond)

Ook pas opgerichte ondernemingen (in nieuwe sectoren van de economie) kunnen behoefte hebben aan een omvangrijk vreemd vermogen, dat zij door het uitgeven van obligaties proberen te verkrijgen. De financiële draagkracht en de kredietwaardigheid van deze bedrijven zijn in het algemeen gering. Hierbij kunnen we bijvoorbeeld denken aan nieuwe bedrijven in de ICT-sector. Een koper van een dergelijke obligatie (junkbond) loopt een hoger risico dan normaal en wil daarvoor gecompenseerd worden door een hogere interest (high yield) dan normaal. Ook het risico van obligaties die uitgegeven zijn door financieel sterke bedrijven, welke later in financiële problemen zijn geraakt, is erg hoog. Dit soort obligaties wordt 'fallen angels' genoemd. Uit het volgende krantenartikel blijkt dat het vreemd vermogen van VNU de status junkbond nadert en dus als een voorbeeld van een 'fallen angel' gezien kan worden.



Standard & Poor's (zie www.standardandpoors.com) en Moody's (zie www.moodys.com) zijn financiële dienstverleners, die de financiële gezondheid van bedrijven en zelfs landen beoordelen en daaraan kwalificaties verbinden. Een lagere waardering door deze kredietbeoordelaars duidt op een hoger risico voor de verschaffers van het vreemd vermogen, die dan ook een hogere interestvergoeding zullen gaan eisen.

Kredietstatus VNU nadert 'junk'-niveau

Standard & Poor's verlaagt oordeel

VAN ONZE REDACTEUREN

AMSTERDAM/LONDEN — Kredietbeoordelaar Standard & Poor's heeft zijn oordeel over VNU verlaagd van BBB naar BBB-. Dat is nog maar een graad boven de 'junk'-status BB.

Ook wanneer het bod van de groep durfkapitalisten van afgelopen maandag niet tot een overname leidt, zal de druk van de kant van aandeelhouders er volgens de kredietbeoordelaar toe leiden dat de solvabiliteit van VNU verslechtert.

Standard & Poor's (S&P) houdt het Nederlandse informatieconcern op een 'negative watch', hetgeen betekent dat het oordeel eerder zal verslechteren dan verbeteren. Wanneer de schuld van VNU tot 'junk' wordt gedegradeerd, zullen veel institutionele beleggers hun VNU-obligaties moeten verkopen. Daarmee zal de risico-opslag op de schuld van het concern, die de afgelopen tijd al sterk is opgelopen, verder stijgen.

S&P-analist Anna Overton stelt in een toelichting dat de druk van aandeelhouders op het manage-

ment om de aandeelhouderswaarde te verhogen niet langer samen gaat met een BBB-oordeel voor de langere termijn. Het VNU-bestuur zal, wanneer de overname niet slaagt, volgens Overton mogelijk zelf een 'buy-out'-poging doen, het concern in stukken knippen of nog meer geld uitkeren aan de aandeelhouders dan de al aangekondigde € 1 mrd. 'Al deze opties zouden resulteren in een potentieel dramatische verzwakking van de kredietkwaliteit van de groep', aldus de analist.

Mocht de overname wel slagen, dan zal een belangrijk deel van de financiering van het bod op de balans van VNU komen te rusten. Dat heeft eveneens een verslechtering van de kredietwaardigheid tot gevolg. ■

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 19 januari 2006

1.9.2 **Converteerbare obligatie**

Converteerbare obligatie

Een converteerbare obligatie is een obligatie die gedurende een bepaalde periode en onder bepaalde voorwaarden kan worden omgewisseld in aandelen. De koper van een converteerbare obligatie heeft het recht (optie), maar niet de verplichting de obligatie om te wisselen in aandelen.

De voorwaarden waartegen de obligatielening wordt uitgegeven, worden bij aanvang van de lening vastgelegd. Deze voorwaarden kunnen betrekking hebben op:

- de hoogte van de interestvergoeding;
- de omwisselingverhouding; het aantal converteerbare obligaties dat ingewisseld moet worden om één aandeel te verkrijgen;
- de periode waarbinnen er kan worden geconverteerd;
- de omvang van de bijbetaling bij omwisseling;
- de mogelijkheid tot vervroegde aflossing.

De reden achter de uitgifte van een converteerbare obligatie kan een verschil van inzicht zijn tussen de onderneming die de obligaties uitgeeft en de beleggers. De leiding van de onderneming koestert mogelijk (veel) positievere verwachtingen over de toekomstige resultaten van de onderneming dan de beleggers dat doen. In die situatie zou bij een emissie van aandelen door de ondernemingsleiding een hoge emissieprijs worden verlangd, die de potentiële beleggers (gezien hun minder gunstige toekomstverwachtingen) niet willen betalen. Beide groepen kunnen echter bij elkaar worden gebracht door het uitgeven van converteerbare obligaties. De onderneming kan voor de converteerbare obligatie een hogere koers vragen dan voor een aandeel, omdat:

- de converteerbare obligatie een vaste interestvergoeding heeft;
- de converteerbare obligatie een optie (een recht) om aandelen te kopen bevat;
- het risico van een converteerbare obligatie kleiner is dan het risico van een aandeel.

Een converteerbare obligatie is te vergelijken met het bezit van een gewone obligatie en het bezit van een calloptie (recht om te kopen) op de aandelen van de onderneming die de converteerbare obligatie heeft uitgegeven. Tijdens de looptijd van de converteerbare obligatie zal de houder ervan geen gebruik maken van zijn conversierecht. Door van het conversierecht gebruik te maken zou de houder van de converteerbare obligatie de tijds waarde, die besloten ligt in het conversierecht, immers opofferen. In plaats van de obligaties te converteren kan de houder besluiten de converteerbare obligatie op de effectenbeurs te verkopen en de opbrengst ervan gebruiken om aandelen te kopen. Door te dreigen met vervroegde aflossing van de converteerbare obligaties kan de onderneming de houders van deze obligaties wel 'dwingen' tot conversie over te gaan. De mogelijkheid van vervroegde aflossing moet dan wel in de conversievoorwaarden zijn opgenomen.

Voor de twijfelende beleggers heeft de converteerbare obligatie het voordeel dat zij de toekomstige koersontwikkeling van het onderliggende aandeel kunnen afwachten voordat tot conversie van de obligatie in aandelen wordt overgegaan. Als uiteindelijk aan het einde van de looptijd van de converteerbare lening tot conversie wordt besloten (waar beide partijen vooraf van uitgaan), heeft de onderneming een redelijke prijs voor haar aandelen ontvangen en ontvangen de beleggers aandelen die meer waard zijn dan op het moment dat de converteerbare obligaties zijn aangekocht (emissiekoers). Mochten de verwachtingen tegenvallen en is conversie niet aan de orde, dan gedraagt de converteerbare obligatie zich als een gewone obligatie. Aan het einde van de conversieperiode worden de obligaties die op dat moment niet zijn geconverteerd, afgelost.

In de emissieprospectussen, die bijna zonder uitzondering in de Engelse taal zijn opgesteld, worden de voorwaarden van de converteerbare obligatie opgenomen.

■ Voorbeeld 1.6

Getronics nv heeft in maart 2000 een achtergestelde converteerbare obligatielening uitgegeven (€ 450.000.000, 0.25 per cent Subordinated Convertible Bonds 2000 due 2005).

Emissiekoers

Uit het emissieprospectus van Getronics nv citeren we enkele passages:

Initial Closing Date	22 March 2000.
Maturity Date	Unless previously redeemed, converted or purchased and cancelled, the Bonds will be redeemed at 116.01 per cent. of their principal amount on 22 March 2005.
Form and Denomination	The bonds have a denomination of € 1.000 each.
Issue Price	100 per cent.
Interest Rate	0.25 per cent., calculated on the principal amount of the Bonds and payable annually in arrear on 22 March in each year commencing on 22 March 2001.
Yield-to-Maturity	3.25 per cent. per annum on an annual basis.
Initial Conversion Price	€ 110.94 per Ordinary Share. The Conversion Price is subject to adjustment in the circumstances set out in the Trust Deed.
Conversion	The Bonds will be convertible, by reference to their principal amount, from 2 May 2000 to 12 march 2005 into fully paid Ordinary Shares.
TRUST DEED	TRUST DEED between Getronics N.V., established in Amsterdam (the 'Issuer') and Amsterdamsch Trustee's Kantoor B.V. established in Amsterdam (the 'Trustee') concerning the issuance of the zero point twenty-five per cent. (0.25%) subordinated convertible bonds 2000 due 2005 (the 'Bonds') issued by the Issuer for a maximum nominal amount of five hundred million euros (€ 500,000,000) maturing 22 march 2005 and convertible into fully paid ordinary shares (the 'Ordinary Shares') of twenty-five cents of a Dutch Guilder (NLG 0.25) each in the capital of the Issuer.

Gevraagd:

- Toon door een berekening aan dat het rendement op deze lening 3,25% bedraagt.
- Onder welke omstandigheden moet de conversiekoers worden aangepast?
- Wat is een 'trust deed' en welke rol speelt de 'trustee'?

Uitwerking:

Ad a



$$€ 2,50 \left[\frac{1 - \left(\frac{1}{1,0325} \right)^5}{0,0325} \right] + \frac{€ 1.160,10}{1,0325^5} = € 1.000,02$$

Het verschil van € 0,02 ten opzichte van de emissieprijs komt door afronding van het effectief rendement ('Yield-to-Maturity').

- Ad b* De conversiekoers moet worden aangepast als door maatregelen van de onderneming het conversierecht minder waard wordt. Hierbij moeten we denken aan: het uitgeven van nieuwe aandelen, het splitsen van aandelen, het toekennen van stockdividend of het toekennen van een agiobonus.
- Ad c* Een trust deed is een (notariële) akte waarin onder andere de rechten van de trustee vastgelegd zijn. De trustee is de instantie die de belangen van de obligatiehouders behartigt en erop toeziet dat de onderneming zich aan haar verplichtingen houdt.

Conversiewaarde

Een houder van een converteerbare obligatie heeft de mogelijkheid zijn obligatie op de beurs te verkopen, vóórdat conversie heeft plaatsgevonden. Om een idee te krijgen van de waarde van zijn obligatie kan hij de conversiewaarde van de obligatie berekenen. De conversiewaarde is de waarde van een converteerbare obligatie in het geval dat de obligatie omgewisseld zou worden in aandelen.

■ Voorbeeld 1.7

Meubelfabrikant Townmeubel nv heeft op 1 maart 2009 een 4% converteerbare obligatielening uitgegeven, die in de periode 1 maart 2010 tot 1 maart 2014 omgewisseld kan worden in aandelen. Tegen inwisseling van drie converteerbare obligaties (van € 1.000 nominaal per obligatie) en bijbetaling van € 600, worden twee aandelen (van € 100 nominaal per aandeel) verstrekt. In maart 2011 overweegt belegger Hendriks zijn converteerbare obligatie op de beurs te verkopen. Op dat moment bedraagt de beurskoers van één aandeel 'Townmeubel nv' € 2.790. De beurskoers van de converteerbare obligaties is op dat moment € 1.700.

Om te beoordelen of deze beurskoers aantrekkelijk is, berekent de heer Hendriks de conversiewaarde van de obligatie. De conversiewaarde geeft de waarde van een converteerbare obligatie weer, als er op dit moment (maart 2011) geconverteerd zou worden. Drie converteerbare obligaties, onder bijbetaling van € 600, geven recht op twee aandelen. Daarom wordt de volgende berekening uitgevoerd om de conversiewaarde te bepalen:

$$3 \text{ converteerbare obligaties} + € 600 = 2 \text{ aandelen}$$

$$3 \text{ converteerbare obligaties} + € 600 = 2 \times € 2.790$$

$$3 \text{ converteerbare obligaties} = € 5.580 - € 600 = € 4.980$$

$$\text{conversiewaarde van één obligatie} = \frac{€ 4.980}{3} = € 1.660$$

Premie boven de conversiewaarde

◆ V1.4 t/m V1.7

De beurskoers van de converteerbare obligatie in voorbeeld 1.7 bedraagt € 40 meer dan de conversiewaarde. Deze € 40 noemen we de premie boven de conversiewaarde. Beleggers verwachten blijkbaar dat de koers van de aandelen in de toekomst verder zal stijgen, waardoor bij conversie in de toekomst een hogere waarde dan € 1.660 per obligatie kan worden gerealiseerd.

Soorten converteerbare obligaties

De converteerbare obligatie komt in vier varianten voor: de converteerbare obligatie, de reverse converteerbare obligatie, de exchangeable en de reverse exchangeable.

Normale convertible

- *Converteerbare obligatie (normale convertible)*. Een converteerbare obli-

gatie wordt uitgegeven door dezelfde onderneming als waar de obligatie betrekking op heeft. *De koper van de convertible bepaalt* of en zo ja, wanneer hij de obligatie omzet in contanten of aandelen.

Reverse convertible

- *Reverse convertible*. Dit is hetzelfde als een gewone convertible met als enige verschil dat *de onderneming bepaalt* of de obligatie in contanten of in aandelen wordt afgelost. De uitgevende onderneming loopt hierdoor weinig risico. Zij zal bij aflossing kiezen voor de meest gunstige optie. Dus uitkeren in eigen aandelen indien de waarde van de aandelen lager is dan de hoofdsom van de reverse convertible en uitkeren in contanten als de waarde van de eigen aandelen hoger is dan de hoofdsom van de reverse convertible.

Exchangeable

- *Exchangeable*. Dit is hetzelfde als een normale convertible waarbij het verschil is dat de converteerbare obligatie wordt uitgegeven door een andere onderneming (meestal een bank) dan de onderneming waarvan de aandelen worden verkregen. Bijvoorbeeld: de ABN-AMRO-bank geeft een converteerbare obligatie uit, die kan worden omgewisseld in aandelen Philips nv. *De koper van de exchangeable bepaalt* of en zo ja, wanneer hij de obligatie omzet in cash of aandelen.

Reverse exchangeable

- *Reverse exchangeable*. De reverse exchangeable heeft een korte looptijd (meestal twee jaar) en een couponrente die hoog is in verhouding tot de markrente. Aflossing geschiedt in contanten of in aandelen van een bepaalde onderneming (een andere onderneming dan de onderneming die de obligatie uitgeeft). *De uitgevende onderneming (emittent) kiest* voor het laatste als de beurskoers van het betreffende aandeel op de einddatum onder een door de emittent vastgestelde koers noteert. Hierin zit het risico voor de belegger en hiervoor wordt hij beloond met een relatief hoge rente.

◆ MC1.11

1.9.3 Overige leningen op lange termijn

We sluiten deze paragraaf af met de bespreking van de overige leningen op lange termijn.

Obligatie met warrant

Obligatie met warrant

Bij een obligatie met warrant is er sprake van een uitgifte van obligaties waarbij aan iedere obligatie een recht (warrant) tot het kopen van aandelen van de emittent is verbonden.

De obligatie met warrant lijkt enigszins op de converteerbare obligatie. Het verschil is onder andere dat als de houder van een obligatie met warrant van zijn recht gebruikmaakt, de oorspronkelijke obligatielening geen verandering ondergaat. Er worden dan wel nieuwe aandelen uitgegeven (waardoor het eigen vermogen toeneemt), maar de omvang van het vreemd vermogen ondergaat daardoor geen wijziging. Bij een converteerbare obligatielening wordt door de uitoefening van het conversierecht het vreemd vermogen verkleind en het eigen vermogen vergroot.

Warrants kunnen we beschouwen als een 'extraatje' bij de uitgifte van nieuwe obligaties. De beurswaarde van een obligatie met warrant zal hoger zijn dan de beurswaarde van een obligatie zonder warrant. De prijsvorming van een warrant komt in grote lijnen overeen met de prijsvorming van opties. In dit voorbeeld is de warrant een call optie met een aantal specifieke kenmerken. Een kenmerkend verschil tussen een warrant en een call optie is dat het recht (de warrant) niet wordt verleend door een optiehandelaar (market maker), maar door de onder-

neming die de obligaties uitgeeft. Ook voor de warrant geldt (zoals bij opties), dat deze niet wordt uitgeoefend voor het einde van de looptijd van het recht. Door uitoefening zou immers de tijdswaarde van de warrant tenietgaan. In plaats van uit te oefenen kan de houder van de warrant besluiten de warrant op de effectenbeurs te verkopen.

Onderhandse lening

Onderhandse lening

Een onderhandse lening is een langlopende lening die wordt verstrekt door een of enkele geldgevers en die tot stand komt in onderling overleg met de geldnemer (onderhands, dat wil zeggen buiten de kapitaalmarkt om).

Institutionele belegger

De geldnemer kan een onderneming, een instelling of een overheid zijn. De geldgever is vaak een institutionele belegger, die uit hoofde van zijn functie over veel financiële middelen beschikt. Voorbeelden van institutionele beleggers zijn: pensioenfondsen, levensverzekeringsmaatschappijen, hypotheekbanken en beleggingsmaatschappijen.

De hiervoor genoemde geldgevers beschikken over een groot vermogen. Zij kunnen rechtstreeks (of via een tussenpersoon) met de geldnemer overleggen over de omvang en de voorwaarden van de lening. Een onderhandse lening heeft zowel voor de geldgever als voor de geldnemer voordelen ten opzichte van een obligatielening, die via de kapitaalmarkt (openbare emissie) tot stand komt:

- Door het rechtstreekse (onderhandse) contact tussen geldgever en geldnemer kunnen in onderling overleg de leningsvoorwaarden worden vastgelegd. Eveneens kunnen de wensen van beide partijen op elkaar worden afgestemd (*maatwerk* is mogelijk). Bij de vaststelling van bijvoorbeeld de interestbetalingen en aflossingen kan rekening worden gehouden met de wensen van de geldnemer. Bij een publieke emissie moeten de leningsvoorwaarden voor een grote groep van geldgevers aantrekkelijk zijn (*confectie*).
- Het overleg tussen beide partijen is mogelijk zonder dat de ondernemingsplannen openbaar moeten worden gemaakt. Dit kan met name voor besloten vennootschappen van belang zijn.
- De onderhandse lening brengt minder kosten met zich mee. Bij een onderhandse lening zijn er geen emissiekosten, geen advertentiekosten en geen drukkosten van obligaties en prospectussen.

De hiervoor genoemde voordelen voor de geldnemer worden echter ten dele tenietgedaan door de hogere interest die over een onderhandse lening moet worden betaald.

Voor de geldgever heeft de onderhandse lening als voordeel (naast de voordelen van maatwerk) dat er geen beursnotering voor geldt. Hierdoor is de waarde ervan niet onderhevig aan de mogelijke grillen van de beleggers die op de effectenbeurs actief zijn.

Het feit dat de onderhandse lening niet via de beurs kan worden verhandeld, is voor de geldgever echter ook een nadeel. Het verkopen van een onderhandse lening aan een andere geldgever, waarbij het meestal om een zeer groot bedrag ineens gaat, kan lastig zijn. Dit bezwaar van geringe verhandelbaarheid kan voorkomen worden door in de leningsvoorwaarden te bepalen dat (onder bepaalde voorwaarden) de onderhandse lening kan worden omgezet in een obligatielening. Deze bepa-

Obligatieclausule

MC1.10

ling wordt obligatieclausule genoemd. Door de onderhandse lening te splitsen in een groot aantal obligaties neemt de verhandelbaarheid toe, maar vervallen de eerdergenoemde kostenvoordelen. Bij kleine ondernemingen wordt de onderhandse lening meestal verstrekt door familieleden of bevriende relaties.

Hypothecaire lening

Hypothecaire lening

Een hypothecaire lening is een onderhandse lening waarbij, tot meerdere zekerheid voor de geldgever, aan deze laatste het recht van hypotheek is verleend. Als de geldnemer niet aan zijn interest- en aflossingsverplichtingen voldoet, heeft de geldgever het recht zijn vorderingen te verhalen op de opbrengst van het (in de hypotheekakte vermelde) onroerend goed.

Achtergestelde lening

Achtergestelde lening

Houders van gewone obligaties hebben in geval van faillissement gelijke rechten als de overige crediteuren, zoals handelscrediteuren en bankschulden waaraan geen zekerheidstelling is verbonden.

Het kan echter voorkomen dat in de leningsvoorwaarden overeengekomen is, dat de obligatiehouders in bepaalde situaties (zoals faillissement) hun vorderingen uitbetaald krijgen, nádat aan de verplichtingen tegenover alle andere schuldeisers voldaan is, maar vóórdát aan de verschaffers van eigen vermogen betalingen worden verricht. In dat geval is er sprake van een achtergestelde lening. De verstrekkers van een achtergestelde lening lopen meer risico dan de gewone concurrerend crediteuren. Als compensatie daarvoor eisen ze een hogere interestvergoeding of een ander geldelijk voordeel. Ook kan aan een achtergestelde obligatielening het recht op conversie in aandelen verbonden worden. In dat geval is er sprake van een achtergestelde converteerbare obligatielening.

In zekere zin (met name wat risico betreft) kan de achtergestelde lening worden gezien als een tussenvorm tussen het eigen en vreemd vermogen.

De financiële crisis maakte pijnlijk duidelijk dat het eigen vermogen van de banken onvoldoende was om de grote verliezen op te vangen. Overheden hebben wereldwijd met miljardensteun het internationaal opererende bankwezen op de been moeten houden. Deze steun aan de financiële sector was van ongekende omvang. Als reactie op de financiële crisis zijn allerlei maatregelen getroffen om herhaling in de toekomst te voorkomen. Dat leidt in veel gevallen tot nieuwe financiële producten. Een voorbeeld daarvan is een converteerbare lening uitgegeven door een bank, die – onder bepaalde omstandigheden – automatisch in eigen vermogen wordt omgezet. De Britse bank Lloyds is als eerste begonnen met het uitgeven van dit soort converteerbare obligaties. Het volgende artikel gaat over dit soort obligaties.

Lloyds komt met nieuw type bankkapitaal

Van onze redacteur
AMSTERDAM — De Lloyds Banking Group introduceert een nieuw soort bufferkapitaal voor banken. Het gaat om achtergestelde obligaties die automatisch omgezet worden in aandelen zodra de solvabiliteit van de bank te laag dreigt te worden.

Het is voor het eerst dat een bank gehoor geeft aan een internationale oproep om de kwaliteit van de kapitaalbuffers te verhogen. Begin september zeiden zowel de G20 als het Basels Comité – dat is de club van centrale banken die de kapitaal-eisen formuleert – dat de kwaliteit omhoog moet.

Vooraf in Europa bestaat het bufferkapitaal voor een relatief groot deel uit achtergestelde leningen en niet uit echt kapitaal. Tijdens de kredietcrisis bleek dat achtergestelde leningen in de praktijk vrijwel nooit klappen kunnen opvangen, omdat banken zich verplicht voe-

len om ook in slechte tijden rente te blijven betalen.

Lloyds kondigde gisteren een nieuw soort achtergestelde leningen aan. In principe krijgt de belegger altijd rente. Zolang dat zo is, tellen de leningen niet mee als kernkapitaal maar als zwakkere buffer (in jargon: tier-2-kapitaal). Zodra echter de kernsolvabiliteit van de bank onder de 5% komt, worden de leningen omgezet in aandelen. Daarmee wordt het automatisch kernkapitaal.

Lloyds wil op die manier €7,5 mrd ophalen. In de markt worden de nieuwe obligaties al *coco's* genoemd: 'contingent core tier-1 securities'.

De achtergestelde leningen van banken staan onder zware druk. Aanvankelijk betaalden banken altijd de couponrente, uit angst voor reputatieschade op de kapitaalmarkt. Maar de Europese Commissie vindt dat banken met

staatssteun in sommige gevallen coupons moeten overslaan. Dat geldt ook voor de Britse banken Lloyds en RBS. Bij Lloyds kunnen houders van oude achtergestelde leningen hun stukken omzetten in het nieuwe type.

Achtergestelde obligaties

Hiermee kan een bedrijf zijn tier-1-kapitaal versterken. De belegger neemt een risico, want bij faillissement is hij alles kwijt.

ING kreeg vorige week wel toestemming om couponrente te blijven betalen. Dat maakte deel uit van een totaalpakket, waarbij het bedrijf beloofde grote onderdelen af te stoten en een deel van de staatssteun terug te betalen.

Sinds vorige week is de koers van achtergestelde obligaties van ING opgelopen. Tot dan toe vreesden beleggers dat ook ING geen rente meer zou mogen betalen op achtergestelde leningen.

Bij banken zonder staatssteun zijn de koersen van achtergesteld papier al maanden aan het stijgen. ■

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 4 november 2009

Bufferkapitaal

Toelichting

Banken zijn verplicht bufferkapitaal (garantievermogen) aan te houden om verliezen op te kunnen vangen. Naarmate het garantievermogen groter is ten opzichte van de verplichtingen van de bank, neemt de kans op faillissement af. Het bufferkapitaal bestaat uit eigen vermogen (in het artikel 'echt kapitaal' genoemd) en het achtergestelde vreemd vermogen. Achtergesteld vermogen wordt in geval van verliezen aangesproken *na* het eigen vermogen, maar *voor* het concurrerend vreemd vermogen (zoals crediteuren). Voorbeelden van buffervermogen zijn eigen vermogen (in bankjargon tier-1 kapitaal) en achtergestelde leningen (tier-2 kapitaal). Het bijzondere van dit nieuwe type bankkapitaal is dat de achtergestelde lening – onder bepaalde omstandigheden – automatisch in eigen vermogen wordt omgezet. Het nieuwe type bankkapitaal wordt ook wel 'contingent core tier-1 securities' genoemd. *Contingent* betekent in dit verband: afhankelijk van een onzekere gebeurtenis in de toekomst.

Contingent core tier-1 securities

1.10 Vormen van vreemd vermogen op korte termijn

De geldmarkt is de vraag naar en het aanbod van financiële transacties met een looptijd korter dan twee jaar. Op de geldmarkt spelen de banken een centrale rol. Ook grotere ondernemingen in de niet-financiële be-

Refirente

drijfstukken en overheden kunnen op de geldmarkt zelfstandig opereren. Voor de Nederlandse geldmarkt is de herfinancieringsrente (ook wel refirente genoemd) een belangrijk tarief. Dit rentetarief is het belangrijkste ECB-tarief (ECB = Europese Centrale Bank), op basis waarvan grote banken hun rekening-couranttarieven vaststellen. Daarnaast is voor banken binnen het eurogebied de 'Euro Interbank Offered Rate' (Euribor) van groot belang. De Euribor is het gemiddelde van de rentetarieven (met uitzondering van de hoogste en laagste waardes) waartegen banken in het eurogebied bereid zijn interbancair euro's uit te lenen. De Euribor-rente kan voor verschillende perioden gelden. Zo kennen we bijvoorbeeld de 1-maands Euribor, de 3-maands Euribor en de 12-maands Euribor.

Euribor

De volgende vormen van vreemd vermogen op korte termijn worden besproken:

- rekening-courantkrediet;
- leverancierskrediet;
- afnemerskrediet;
- nog te betalen bedragen;
- commercial paper;
- medium term notes.

Rekening-courant

Rekening-courantkrediet

Een rekening-courant of een lopende rekening is een betaalrekening die een klant aanhoudt bij een bank. Op deze rekening kunnen bedragen worden gestort. Ook kunnen bedragen van deze rekening opgenomen of overgeboekt worden. Meestal is aan de rekening-courant de mogelijkheid verbonden om tot een bepaald maximumbedrag krediet op te nemen. De bank staat dan toe dat de cliënt gedurende een bepaalde tijd een negatief saldo op zijn rekening-courant heeft. De interestvergoeding over een positief saldo (creditrente) is in het algemeen zeer gering. Over een negatief saldo wordt debetrente in rekening gebracht. Zowel de debetrente als de creditrente is variabel en hangt af van de geldmarkt-interest.

Bovendien worden kosten in rekening gebracht (omzetprovisie), waarvan de omvang samenhangt met de waarde van de mutaties op de rekening-courant.

Termijndeposito

Het rekening-courantkrediet wordt verstrekt door banken. De financiële middelen van een bank bestaan uit eigen vermogen en vermogen dat door cliënten van de bank beschikbaar is gesteld (spaartegoeden). De positieve saldi op betaalrekeningen, spaargelden en/of termijndeposito's kunnen door de bank worden gebruikt om leningen te verstrekken. Een termijndeposito is een tegoed bij een bank waarover de cliënt slechts na afloop van een bepaalde periode kan beschikken.

Een rekening-courant vergemakkelijkt het betalingsverkeer met ondernemingen. Bovendien heeft het voor ondernemingen het voordeel dat de omvang van de rekening-courant kan worden aangepast aan de behoefte aan kortstondig vermogen. Tijdelijk overtollige middelen kunnen op deze rekening worden gestort. Als de behoefte aan kortstondig vermogen toeneemt, kan van de kredietmogelijkheid gebruik worden gemaakt.

Leverancierskrediet

Leverancierskrediet

We spreken van leverancierskrediet als een leverancier aan zijn afnemer goederen op rekening verkoopt. De leverancier verleent leverancierskrediet, de afnemer ontvangt leverancierskrediet.

Heel veel ondernemingen verkopen hun producten op rekening, omdat dat de gewoonte is in hun branche en/of om hun omzet te stimuleren. In de leveringsvoorwaarden is opgenomen binnen welke termijn de afnemer moet betalen. De betalingsvoorwaarden zijn meestal zodanig geformuleerd dat de afnemer bij een betaling binnen een bepaalde korte periode een vast percentage op het factuurbedrag in mindering mag brengen.

De verstrekkers van leverancierskrediet behoren meestal tot de grotere bedrijven, die over ruime financieringsmogelijkheden beschikken. De gebruikers van het leverancierskrediet treft men vaak aan bij de kleinere ondernemingen. Voor kleine ondernemingen die financieel zwak staan, is het meestal de enige mogelijkheid om (extra) vreemd vermogen aan te trekken. Bij financieel zwakke bedrijven zijn banken vaak al tot de grens van hun kredietverlening gegaan. Banken zijn dan niet bereid nog meer krediet te verstrekken.

De gebruikers van leverancierskrediet betalen vaak later dan de leveringsvoorwaarden toestaan. Hierdoor kunnen zij langer van het ontvangen leverancierskrediet gebruikmaken.

Men gaat er nog wel eens ten onrechte van uit dat het leverancierskrediet kosteloos wordt verstrekt. Meestal is dit niet het geval. De korting die de afnemer misloopt door de uitgestelde betaling, kan als kosten van het leverancierskrediet worden beschouwd. De gebruiker van het leverancierskrediet zal de kosten daarvan vergelijken met de kosten van andere financieringsmogelijkheden. Eén daarvan is het rekening-courantkrediet. In het algemeen zijn de kosten van het leverancierskrediet hoger dan de kosten van het rekening-courantkrediet. Toch zullen met name ondernemingen die de kredietlimiet van de rekening-courant bereikt hebben, dankbaar gebruikmaken van de mogelijkheden die het leverancierskrediet biedt.

Afnemerskrediet

Afnemerskrediet

Afnemerskrediet ontstaat doordat de afnemer het verschuldigde bedrag betaalt, voordat de goederen of diensten zijn geleverd. Voorbeelden daarvan zijn het betalen (door de afnemer) van een gedeelte van de bouwkosten van een huis of jacht op het moment dat de bouwopdracht wordt getekend. Ook de aanbetaling bij het boeken van een vakantiereis is een vorm van afnemerskrediet.

Nog te betalen bedragen

Nota's die nog betaald moeten worden (bijvoorbeeld in verband met verricht onderhoud of de aanschaf van inventaris) behoren tot het vreemd vermogen op korte termijn. Ook schulden zoals 'Nog te betalen lonen' en 'Nog te betalen premies sociale verzekeringen' vallen onder deze post.

Commercial paper

Commercial paper

Commercial paper is een vorm van verhandelbare schuldbewijzen. De schuldbewijzen hebben een hoge nominale waarde (€ 1.000.000 of een

veelvoud daarvan) en worden uitgegeven door ondernemingen die geen bankinstelling zijn. De looptijd van een commercial paper kan variëren van enkele dagen tot een jaar; soms komen ook looptijden tot twee jaar voor.

Meestal treedt een bank of consortium van banken op als intermediair bij de plaatsing van commercial papers.

Met name grote en professionele beleggers zijn de potentiële kopers van deze schuldbewijzen.

Omdat een commercial paper niet door zekerheden gedekt is, komen alleen financieel sterke ondernemingen in aanmerking om deze uit te geven.

Medium term notes

Medium term notes

Medium term notes zijn vergelijkbaar met commercial papers met uitzondering van de looptijd. De looptijd van medium term notes draagt twee jaar of meer.

Rabobank Nederland heeft een Global Medium Term Note (GMTN) Programma lopen ter grootte van € 70.000.000.000.

Rabobank Nederland

Uitgifte van EUR 1.750.000.000 3,375% Notes 2006 per 2016

Introductie door verhandeling
Onder het EUR 70.000.000.000 Global Medium Term Note Programme geeft Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. (Rabobank Nederland) EUR 1.750.000.000 3,375% Notes 2006 per 2016 (de "Notes") uit.


Betaling en notering
De betaling van de Notes, waarvoor notering is aangevraagd op Euronext Amsterdam, dient te geschieden op de stortingsdatum 18 januari 2006. De Notes zullen naar verwachting per 18 januari 2006 tot de notering worden toegelaten, onvoorziene omstandigheden voorbehouden (XS0240383603).

Overige informatie
Exemplaren van het Engelstalige basisprospectus en de Engelstalige definitieve voorwaarden, kunnen kosteloos worden opgevraagd bij Rabo Securities, Amstelplein 1, 1096 HA Amsterdam, fax: 020-460 4999, email: fm.nl.ams.operations@rabobank.com.

Amsterdam, 18 januari 2006

Listing agent
Rabo Securities

www.rabobank.nl



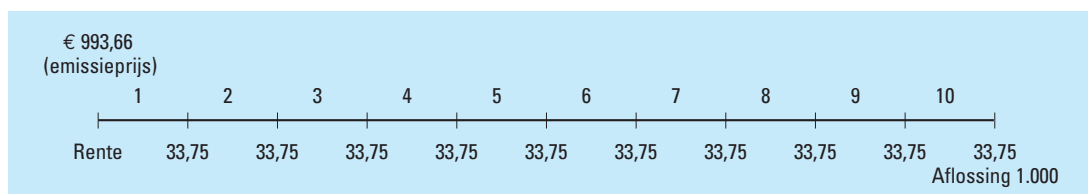
Rabobank

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 18 januari 2006

Aan het prospectus bij deze lening ontlenen we de volgende informatie.

SERIES NO: 1531A	
TRANCHE NO: 1	
Euro 1,750,000,000	3.375 per cent. Notes 2006 due 2016
Issue price: 99.366 per cent	
Specified denominations	Euro 1,000
Rate of interest	3.375 per cent. per annum payable annually in arrear
Final redemption amount	EUR 1,000 per Note of EUR 1,000
Yield	
Indication of yield	3.451 per cent. per annum
	This is the yield-to-maturity and is calculated as the rate of return anticipated on the Notes as if they will be held until the Maturity Date. The calculation of the yield-to-maturity takes into account the issue Price of the Notes, the Aggregate Nominal Amount of the Notes, the Rate of Interest and the time to maturity. It is also assumed that all coupons are reinvested at the same rate. The yield is calculated at the Issue Date on the basis of the Issue Price of the Notes. It is NOT an indication of future yield.

Uit de gegevens in het prospectus leiden we af dat de notes zijn uitgegeven voor $0,99336 \times \text{€ } 1.000 = \text{€ } 993,66$. De rentevergoeding per jaar bedraagt $0,3375 \times \text{€ } 1.000 = \text{€ } 33,75$ (achteraf te voldoen). De notes worden aan het einde van het tiende jaar afgelost tegen € 1.000. Op grond van deze gegevens kunnen we de volgende tijdlijn maken.



Op basis van deze tijdlijn kunnen we met behulp van Excel de interne rentabiliteit, gerekend over de volledige looptijd van de lening (yield-to-maturity) berekenen (zie www.seriefinancieelmanagement.noordhoff.nl). Daarbij veronderstellen we dat de interestopbrengsten worden herbelegd tegen de yield-to-maturity. Uit het volgende Excelblad blijkt dat de interne rentabiliteit 3,451% bedraagt.

C5												
=IR(C3:M3)												
B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	
1	Medium Term Notes Rabobank Nederland											
2												
3	Tijdljn	-993,66	33,75	33,75	33,75	33,75	33,75	33,75	33,75	33,75	33,75	1033,75
4												
5	IR	3,4510%										

1.11 Voorzieningen

De vormen van vermogen die we tot nu toe besproken hebben, zijn gebaseerd op afspraken en overeenkomsten met personen of instellingen van buiten de onderneming. Vreemd vermogen kan echter ook ontstaan zonder tussenkomst van derden. De vorming van voorzieningen is daarvan een voorbeeld.

Een verplichting waarvan (op de balansdatum) het moment van ontstaan en de omvang niet exact bekend zijn, maar waarvan de omvang wel kan worden geschat, nemen we bij het vreemd vermogen op onder de naam voorziening. Omdat een voorziening een verplichting is, rekenen we deze bedrijfseconomisch tot het vreemd vermogen van een onderneming. Door het vormen van voorzieningen ontstaat een juist beeld van de (toekomstige) verplichtingen van een onderneming.

Voorbeelden van voorzieningen zijn:

- pensioenvoorziening;
- garantievoorziening;
- voorziening groot onderhoud.

Bij een voorziening wordt niet, zoals bij de andere vormen van vreemd vermogen, van derden vermogen aangetrokken. Een voorziening ontstaat binnen de onderneming.

Achteraf kan blijken dat de verplichting lager uitvalt dan de verwachting was. Een deel van de voorziening blijkt niet nodig te zijn om aan de verplichting te voldoen. Dit gedeelte kunnen we dan tot het eigen vermogen rekenen.

Er wordt nogal eens ten onrechte verondersteld dat de tegenwaarde van de voorziening in contanten moet worden aangehouden. Dit hoeft echter niet het geval te zijn. De financiële middelen die verband houden met een voorziening, kunnen tijdelijk in de onderneming worden aangewend. Bijvoorbeeld voor de financiering van de voorraden of voor de aankoop van courante effecten. Wel moeten de middelen tijdig vrijgemaakt kunnen worden om aan de verplichtingen, in verband waarmee de voorziening gecreëerd is, te kunnen voldoen.

Eenzelfde redenering geldt overigens voor de afschrijvingsgelden die via de verkoop van eindproducten vrijkomen. Ook de vrijgekomen afschrijvingsgelden kunnen tijdelijk in de onderneming worden gebruikt om (vlottende) activa aan te schaffen. Ze kunnen eveneens gebruikt worden om de schulden af te lossen. Op het moment dat nieuwe duurzame activa moeten worden aangeschaft, wordt er weer (vreemd) vermogen aangetrokken.

1.12 Vermogensaanrekkling in het MKB

1.12.1 Karakteristieken MKB

Midden- en kleinbedrijf

Het midden- en kleinbedrijf onderscheidt zich in een aantal opzichten van grotere, vaak beursgenoteerde ondernemingen:

- 1 Er is geen of nauwelijks toegang tot de openbare kapitaalmarkt.
- 2 De ondernemer als persoon is vaak bepalend voor de financiële prestaties van de onderneming.
- 3 Er is meer dan in het grootbedrijf sprake van informatieasymmetrie.

Ad 1 Geen toegang tot openbare kapitaalmarkt

MKB-ondernemingen zijn in het algemeen niet beursgenoteerd. Een beursnotering is vaak een stap te ver, omdat deze hoge kosten met zich meebrengt. In de eerste plaats zijn dit de kosten die de beursorganisatie in rekening brengt, maar daarnaast ontstaan er bijvoorbeeld ook extra accountantskosten omdat de beurs eisen stelt aan de te publiceren rapportages.

Ook het aantrekken van vreemd vermogen via een obligatielening is uit kosten oogpunt niet aantrekkelijk. De omvang van de vermogensbehoefte is meestal niet groot genoeg om de kosten die een obligatie-emissie met zich meebrengt te rechtvaardigen.

Ad 2 Ondernemer als persoon

Vaak zijn ondernemingen in het MKB de persoonlijke eigendom van een of enkele ondernemers. Hun persoonlijke bekwaamheden zijn vaak bepalend voor het financiële succes van de onderneming. Ook de financiële positie van de ondernemer is relevant: voor de groei van het eigen vermogen is de onderneming in eerste instantie aangewezen op de middelen van de eigenaar (en familieleden/vrienden) of van zijn bereidheid om af te zien van winstuitkeringen.

Het gevolg hiervan is dat externe financiers, zoals banken, bij het beoordelen van een financieringsaanvraag, ook de persoon van de ondernemer onder de loep nemen.

Ad 3 Informatieasymmetrie

De kennis van financiële instrumenten en financieringsvormen is in het MKB in het algemeen geringer dan in grotere bedrijven. Deze laatste hebben doorgaans gespecialiseerd en gekwalificeerd personeel in dienst om de financiën te beheren. Bij kleinere bedrijven gaat de aandacht van de ondernemer vaker eerder uit naar productie en commercie. Het gevolg hiervan is dat de MKB-ondernemer vaak sterk afhankelijk is van een externe adviseur. Dit kan bijvoorbeeld de accountant zijn, maar ook treedt de bank vaak als adviseur op.

De informatieasymmetrie heeft ook een andere kant: niet-beursgenoteerde ondernemingen hebben geen uitgebreide informatieverplichtingen zoals beurs-nv's die wel hebben. Ook worden zij niet gescreend door beleggingsanalisten. Voor potentiële financiers betekent dit dat een MKB-onderneming ondoorzichtiger is. Dit leidt tot extra voorzichtigheid bij het verstrekken van financieringen dan wel tot het eisen van extra risicopremies.

Het gevolg van bovenstaande verschillen is dat MKB-ondernemingen bij de financiering van hun groei meer dan grotere ondernemingen afhankelijk zijn van:

- winstinhouding;
- intensief gebruik van het vermogen;
- financiering door familie of vrienden;
- onderhandse vermogensaanpak, met name van banken;
- speciale overheidsfaciliteiten.

1.12.2 **Winstinhouding**

Winstinhouding

Groei van het eigen vermogen door winstinhouding is een financieringsbron die niet alleen door MKB-bedrijven, maar ook door grotere ondernemingen wordt geprefereerd. Dit is een conclusie van de 'pecking order'-theorie, die in hoofdstuk 3 nader zal worden besproken. Het verschil tussen het MKB en grotere ondernemingen is dat de laatste via de openbare kapitaalmarkt wat eenvoudiger een beroep kunnen doen op externe financiering. Voor MKB-bedrijven is vaak de enige alternatieve financieringsbron de bank. Deze zal echter ook een bepaalde minimale solvabiliteit eisen. Hierdoor is het vereist dat de MKB-onderneming zichzelf gedeeltelijk door winstinhouding financiert.

De mate waarin dit mogelijk is, is uiteraard afhankelijk van de winstgevendheid van de onderneming, maar ook van de financiële positie van de ondernemer(s). De ondernemer is wat betreft zijn inkomen vaak afhankelijk van de winst uit onderneming. Winstinhouding gaat daarom vaak rechtstreeks ten koste van de uit te keren winst.

Sustainable growth

De afhankelijkheid van winstinhouding leidt ertoe dat MKB-ondernemingen in hun groeimogelijkheden beperkt kunnen worden. Om dit te verduidelijken introduceren we het begrip 'houdbare groei' (sustainable growth). Hieronder verstaan we de maximale groeivoet die de omzet van de onderneming mag hebben zodat de solvabiliteit niet verslechtert.

De houdbare groei als percentage kan berekend worden door de volgende formule:

$$g_s = (1 - \text{POR}) \cdot \text{REV} \quad [1.1]$$

g_s = houdbare groeipercentage

POR = pay-out ratio (het deel van de winst dat wordt uitgekeerd)

REV = rentabiliteit van het eigen vermogen.

Aan deze formule ligt een aantal veronderstellingen ten grondslag:

- een constante verhouding tussen omzet en benodigde activa;
- een constante nettowinstmarge op de omzet.

Wanneer de geplande groei hoger is dan de houdbare groei toelaat, ontstaat er een zogenoemde financieringsgap. Er zal in dat geval extra eigen vermogen moeten worden aangetrokken om de geplande groei te financieren zonder de solvabiliteit te doen verslechteren.

■ Voorbeeld 1.8

Voor een onderneming gelden in 2009 de volgende gegevens:

Omzet: € 1.600.000

Activa: € 400.000

Eigen vermogen: € 200.000

Vreemd vermogen: € 200.000

Nettowinst: € 48.000

Pay-out ratio: 80%

De REV van deze onderneming bedraagt: $\frac{€ 48.000}{€ 200.000} \times 100\% = 24\%$

$$g_s = (1 - 0,8) \cdot 24\% = 4,8\%$$

De verhouding tussen omzet en activa is 4 : 1.

Wanneer de omzet van de onderneming inderdaad met 4,8% stijgt, dan zullen in 2010 de volgende getallen gelden:

Omzet: € 1.676.800

Benodigde activa: $\frac{1}{4} \times € 1.676.800 = € 419.200$

Dit betekent dat er een additionele vermogensbehoefte ontstaat van € 19.200 (= € 419.200 – € 400.000).

De winsthouding uit 2009 voorziet hierin voor een bedrag van

$20\% \times € 48.000 = € 9.600$.

Er zal dus voor een bedrag van € 19.200 – € 9.600 = € 9.600 vreemd vermogen moeten worden aangetrokken.

Wanneer dit gebeurt blijft de verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen (1 : 1) van 2010 gelijk aan het jaar 2009. Er is in dit geval geen financieringsgap. Een hogere groei dan 4,8% leidt tot een lagere verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen (mits dit vreemd vermogen ook aangetrokken kan worden).

Financieringsgap

In het onderzoek 'Financierbaarheid van het MKB', uitgevoerd door de Raad voor het zelfstandig ondernemerschap, wordt geconcludeerd dat er in het MKB als geheel geen sprake is van een financieringsgap. Een uitzondering hierop wordt gevormd door de categorie Kleinbedrijf – Niet-rechtspersonen. Dit is een categorie die relatief veel starters en eenmanszaken telt. In deze categorie is er vaak sprake van een tekort aan eigen vermogen. Bedrijven die tot deze categorie behoren doen vaak een beroep op financiering door familieleden of vrienden/bekenden.

1.12.3 Intensief gebruik van vermogen

In de berekening van de houdbare groei wordt een constante verhouding tussen omzet en activa verondersteld. De onderneming kan ook trachten deze verhouding hoger te laten zijn. Werkkapitaalbeheer is hier vaak de sleutel tot succes. Een van de concepten die in dit verband nuttig is, is het begrip 'cash conversion cycle'. Een onderneming is schematisch voor te stellen als een goederen- en geldkringloop:

Cash conversion cycle

geld → goederen → geld → goederen → geld [enzovoort]

De cash conversion cycle is het aantal dagen dat er verstrijkt tussen de uitgaande betaling in verband met de inkoop van de goederen en de inkomende betaling uit de verkoop van de goederen. Drie elementen zijn bepalend voor deze cyclus:

- 1 de krediettermijn van leveranciers;
- 2 de opslag- en/of verwerkingstijd van de goederen;
- 3 de aan klanten toegestane krediettermijn.

Naarmate de cyclus verkort wordt is er voor een bepaalde omzet minder werkkapitaal nodig.

■ Voorbeeld 1.9

Voor een onderneming geldt het volgende:

Omzet: € 800.000

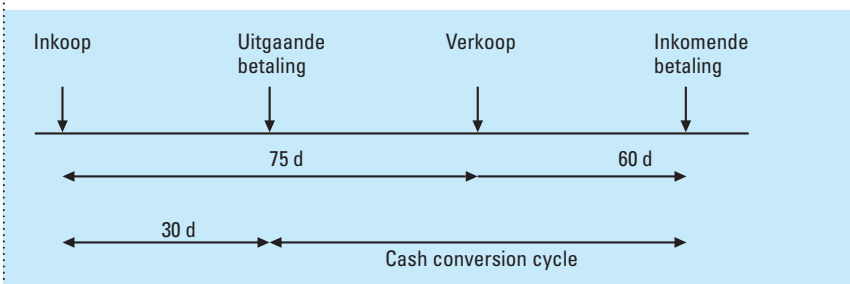
Brutowinst: 25% van de omzet (inkoopwaarde omzet is dan € 600.000)

Krediettermijn van crediteuren: 30 dagen

Gemiddelde opslagduur goederen: 75 dagen

Toegestane krediettermijn aan debiteuren: 60 dagen.

Dit leidt bij deze onderneming tot de volgende tijdlijn:



De lengte van de cash conversion cycle bedraagt: $- 30 \text{ dagen} + 75 \text{ dagen} + 60 \text{ dagen} = 105 \text{ dagen}$.

Het gemiddelde vermogensbeslag van voorraad en debiteuren kan als volgt worden becijferd:

Gemiddelde voorraad:	$75/365 \times € 600.000 =$	€ 123.288
Gemiddelde stand debiteuren:	$60/365 \times € 800.000 =$	- 131.507 +
		<u>€ 254.795</u>

Gedeeltelijk vindt financiering plaats door

leverancierskrediet:	$30/365 \times € 600.000 =$	- 49.315 -
----------------------	-----------------------------	------------

Het netto vermogensbeslag bedraagt € 205.480

Stel dat de onderneming erin slaagt om de gemiddelde opslagduur van de voorraden te beperken tot 40 dagen.

De cash conversion cycle wordt dan teruggebracht tot 70 dagen.

Het gemiddeld voorraadniveau daalt hierdoor tot € 65.753

(= $40/365 \times € 600.000$). Dit betekent dat het totale vermogensbeslag daalt met maar liefst € 57.535 (= € 123.288 – € 65.753).

Uit het eerdergenoemde onderzoek 'Financierbaarheid van het MKB' blijkt dat het MKB zich inderdaad inspant om de cash conversion cycle te verlagen. In het MKB ligt de gemiddelde waarde van de cyclus op 47 dagen tegen 58 dagen in het grootbedrijf.

1.12.4 **Onderhandse vermogensaanrekkling**

Bij behoefte aan extern vermogen zijn MKB-bedrijven vooral aangewezen op de bancaire geldverstrekking. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen leningen en kredieten. Een lening kent een vaste looptijd, dan wel een vast aflossingsschema. Een krediet houdt in dat er een maximale opname wordt overeengekomen. De rente wordt berekend over de feitelijke stand van het krediet.

Het proces van kredietverlening begint met de kredietaanvraag. Deze kredietaanvraag kan mondeling in een gesprek met de accountmanager van de bank plaatsvinden, maar zal bijna altijd door de aanvrager moeten worden ondersteund met schriftelijk materiaal. Bij een startende onderneming is dit het ondernemingsplan, bij een bestaand bedrijf zal de bank inzage willen hebben in de financiële cijfers over bijvoorbeeld de afgelopen drie jaar.

De kredietaanvraag wordt door de accountmanager omgezet in een kredietvoorstel. Doorgaans moet dit voorstel door een hogere hiërarchische laag binnen de bank, bijvoorbeeld de kantoordirectie, gefiatteerd worden. Na het verstrekte fiat krijgt de onderneming een kredietbrief. Deze heeft het karakter van een offerte. Na ondertekening van deze kredietbrief volgt de beschikbaarstelling van het krediet.

Voor een bank geldt een aantal specifieke aandachtspunten bij de beoordeling van het kredietvoorstel:

- 1 het doel van de verstrekking: financiering vaste activa of werkkapitaal;
- 2 de aflossingscapaciteit van de onderneming of de ondernemer;
- 3 de privésituatie van de ondernemer(s);
- 4 de verstrekte zekerheden.

Ad 1 Het doel van de verstrekking

Een bank wil altijd beoordelen of er een goede kans is dat het uitgeleende bedrag wordt terugontvangen. Er moet daarom altijd sprake zijn van een financiering met een bepaald doel. De bank zal vervolgens moeten beoordelen of het halen van dit doel realistisch is. Bij het financieren van vaste activa in verband met uitbreiding van de onderneming, zal de bank willen bezien of de marktomstandigheden de uitbreiding wettigen. Bij financiering van werkkapitaal zijn er twee situaties te onderscheiden: het werkkapitaal kan toenemen zowel bij groei van de omzet als bij stagnatie van de omzet.

Een onderneming die groeit zal gemiddeld genomen hogere voorraden moeten aanhouden en ook het debiteurenbestand zal toenemen. Voor zover interne financiering ontoereikend is, wordt een beroep gedaan op bancaire financiering. Echter, ook wanneer de omzet van een onderneming stagneert kan het werkkapitaal toenemen. Met name bij onverkoopbare voorraden is dit het geval. Een vermogensbehoefte die ontstaat door groei is meestal gemakkelijker te financieren dan een vermogensbehoefte die door stagnatie wordt veroorzaakt. Bij groei is het belangrijkste aandachtspunt van de bank de vraag of de onderneming organisatorisch

en technisch in staat is de groei gestalte te geven. Bij stagnatie van de omzet staat de bank echter voor de vraag of er wel of geen sprake is van een bodemloze put. Een stagnatie van de omzet met daardoor oplopende voorraden is weliswaar inherent aan een fluctuerende economie, zij kan echter ook het gevolg zijn van falend ondernemingsbeleid. Als de bank in deze situatie al krediet aan de onderneming verstrekt heeft, dan zal zij alleen een nieuwe verstrekking of limietverhoging toestaan als daardoor de kans op terugbetaling van het eerder uitgeleende geld wordt vergroot.

Ad 2 De aflossingscapaciteit

De cashflow (vrije kasstroom) van de onderneming zal de aflossingen en rentebetalingen mogelijk moeten maken. Op basis van prognoses wordt daarom een kasstroomoverzicht samengesteld dat laat zien in hoeverre de onderneming hiertoe in staat is. Het spreekt voor zich dat de bank wil beoordelen in hoeverre de gemaakte prognoses realistisch zijn. Instrumenten hierbij zijn de cijfers uit het verleden, maar ook macro-economische vooruitzichten en brancherapporten.

Ad 3 De privésituatie van de ondernemer(s)

Zeker in gevallen waarin de onderneming geen rechtspersoonlijkheid heeft, is de privésituatie van de onderneming zeer relevant. Er is in dit geval immers geen sprake van scheiding tussen privé- en ondernemingsvermogen. Ook bij ondernemingen met rechtspersoonlijkheid zal de bank naar de privésituatie van de directeur-groootaandeelhouder (dga) kijken. Die privésituatie is immers medebepalend voor de ont-trekkingen die de ondernemer aan de onderneming gaat doen. De financiële verplichtingen van de ondernemer, bijvoorbeeld alimentatie, maar ook de persoonlijke levenswijze (auto, vakanties en dergelijke) zijn relevant. Zakelijke kredietverlening moet erop gericht zijn ondernemingsactiviteiten te financieren en niet de ondernemer in persoon wanneer hij op te grote voet wil leven.

Ook niet-financiële zaken, zoals de kennis en ervaring van de ondernemer, worden door de bank tegen het licht gehouden.

Ad 4 Zekerheden

Wanneer de aflossingscapaciteit van de onderneming na verloop van tijd niet voldoende blijkt te zijn om de bancaire schuld af te betalen, dan wil de bank kunnen terugvallen op zekerheden. Zekerheden plaatsen de bank in een bevoorrechte positie ten opzichte van andere crediteuren.

Er worden drie soorten zekerheden onderscheiden: zakelijke, persoonlijke en oneigenlijke zekerheden.

Zakelijke zekerheden zijn het recht van hypotheek en het pandrecht. Het recht van hypotheek kan gevestigd worden op zogenoemde geregistergoederen (bijvoorbeeld bedrijfspanden, grote schepen en vliegtuigen), dat wil zeggen goederen die in een publiek register zijn ingeschreven. Onroerend goed is het belangrijkste voorwerp van hypotheekrecht. Door het recht van hypotheek op onroerend goed te vestigen krijgt de bank het recht van parate executie. Dit wil zeggen dat, wanneer de schuldenaar zijn betalingsverplichtingen niet nakomt, de bank het recht heeft om het onroerend goed in het openbaar te doen verkopen.

Pandrecht

Bij kredietverlening door banken wordt vaak gebruikgemaakt van het pandrecht. De bank krijgt het recht om de vordering bij non-betaling te verhalen op de goederen waarop het pandrecht is gevestigd. Dit kunnen voorraden, inventaris, maar ook vorderingen zijn. Meestal is er sprake van zogenoemd vuistloos pand. Dat wil zeggen dat de goederen niet in bewaring door de bank worden genomen, maar dat de onderneming er gewoon over kan beschikken. Bij de verpanding van vorderingen is er meestal sprake van stille verpanding. Dit betekent dat de debiteur niet op de hoogte is van het feit dat de vordering op hem aan de bank verpand is.

Bij verpanding van vorderingen en voorraden ontstaat de complicatie dat deze een sterk wisselend karakter hebben. Het is ondoenlijk om voor elke individuele vordering of voor elk onderdeel van een voorraad handelsgoederen een aparte verpandingsakte op te stellen. Daarom wordt er in die gevallen gebruikgemaakt van een stampandakte. Dit is de basisovereenkomst waarin de toekomstige verpanding wordt vastgelegd. Vervolgens stuurt de onderneming periodiek lijsten naar de bank waaruit de actuele samenstelling van de voorraad of van het debiteurenbestand blijkt.

Bankpandrecht

Een bijzondere vorm van verpanding is het bankpandrecht. Dit recht houdt in dat de bank bij non-betaling van schulden verhaal kan halen op tegoeden of effecten die de onderneming bij die bank in bewaring heeft gegeven.

Om de zekerheid die verpanding biedt te kwantificeren, moet de waarde ervan bepaald worden. Om dit te doen wordt de aanschafwaarde van de goederen vermenigvuldigd met een percentage. Deze percentages worden dekkingspercentages genoemd. Zij liggen altijd beneden 100%. De bank mag er immers niet van uitgaan dat iets wat door een onderneming voor € 100 gekocht is, bij gedwongen verkoop ook € 100 oplevert.

Borgtocht

Bij persoonlijke zekerheden kunnen (rechts)personen aangesproken worden als de schuldenaar zijn verplichtingen niet nakomt. De bekendste vormen zijn borgtocht en de hoofdelijke medeschuldverbintenis. Bij borgtocht verklaart een derde borg te staan. De bank kan een beroep op deze borg doen, zodra de schuldenaar zijn betalingsverplichting niet nakomt. Bij hoofdelijke medeschuldverbintenis treedt de derde op als medeschuldenaar en heeft de bank de keuze om de schuld te verhalen op de originele schuldenaar dan wel deze derde.

Hoofdelijke medeschuldverbintenis

Hypotheek, verpanding en persoonlijke zekerheidsstelling worden wel harde zekerheden genoemd. Daarnaast is er een aantal instrumenten dat de kans op terugbetaling van de schuld verhoogt. Voorbeelden hiervan zijn de achterstellingsverklaring en de negatieve hypotheekverklaring. De negatieve hypotheekverklaring houdt in dat een onderneming geen andere partijen dan de eerste kredietverstrekker hypotheek laat vestigen op het onroerend goed.

Negatieve hypotheekverklaring

■ Voorbeeld 1.10

Frits van Gelderen is directeur-groootaandeelhouder van Voordewind bv. Frits is niet alleen aandeelhouder, maar heeft uit privémiddelen een bedrag van

€ 200.000 aan de bv verstrekt in de vorm van een lening. Voordewind bv vraagt bij de bank een krediet aan. De bank eist van Frits een achterstelling van zijn vordering op de bv en een negatieve hypotheekverklaring. Het gevolg van de achterstelling is dat bij een faillissement van de bv de bank eerder haar geld terugkrijgt dan Frits van Gelderen.

1.12.5 Overheidsfaciliteiten

Er is door de overheid een aantal regelingen ontworpen die er speciaal op gericht zijn om kleinere ondernemingen te ondersteunen. Op het gebied van de financiering zijn de belangrijkste regelingen de Groeifaciliteit, het Besluit Borgstelling MKB-kredieten en de Tante Agaath-regeling.

Groeifaciliteit

Eind 2006 is de zogenoemde Groeifaciliteit in het leven geroepen. Deze regeling voorziet in een garantiestelling door de Staat van 50% bij het aantrekken van garantiekapitaal van maximaal € 5 miljoen door MKB-ondernemingen. Onder garantiekapitaal wordt in de regeling verstaan een achtergestelde lening of aandelenkapitaal. De verstreckende instellingen zijn banken en participatiemaatschappijen. De aanvraag voor de garantiestelling loopt via het SenterNovem (zie www.senternovem.nl).



Besluit Borgstelling MKB-kredieten

Het Besluit Borgstelling MKB-kredieten is bedoeld voor kleinere ondernemingen die bijvoorbeeld wegens onvoldoende zekerheden geen reguliere financiering van de bank kunnen krijgen. De onder deze regeling vallende borgstellingskredieten moeten via de bank worden aangevraagd. De bank is ook de verstrekker van het krediet. De borgstelling houdt in dat de Staat zich voor 50% van het verstrekte krediet garant stelt. Op deze manier wordt aan de bank extra zekerheid verschaft. Het maximale bedrag bedraagt € 1 miljoen. Voor starters en innovatieve ondernemingen bestaan extra faciliteiten.

Tante Agaath-regeling

De Tante Agaath-regeling is een fiscale maatregel. Deze maatregel levert een belastingbesparing op voor degene die geld uitleent aan een beginnende onderneming. Vaak zijn dit vermogende familieleden. Dit verklaart de naam van de regeling. Overigens hoeft de verstrekker geen familielid van de starter te zijn om in aanmerking te komen voor het fiscale voordeel. De verstrekker van een Tante Agaath-lening krijgt voor het bedrag van zijn vordering (tot een gezamenlijk maximum van € 53.223) vrijstelling in box 3 van de inkomstenbelasting voor een periode van maximaal acht jaar. Daarnaast geldt een heffingskorting van 1,3% over het uitgeleende bedrag. Ten slotte kan het verstrekte bedrag, mocht de lening niet worden terugbetaald, worden afgetrokken als verlies in box 1. Door fiscale voordelen toe te kennen aan het verstrekken van deze leningen, beoogt de overheid het opzetten van ondernemingen te stimuleren.

◆ V1.8

Samenvatting

Eigen vermogen is een van de mogelijkheden om in de vermogensbehoefte van een onderneming te voorzien. Een NV of BV trekt eigen vermogen aan door aandelen uit te geven. De koper van een nieuw uit-

gegeven aandeel stelt het door hem betaalde bedrag permanent aan de onderneming ter beschikking. De waarde van een aandeel hangt af van de waarde van de onderneming die de aandelen heeft uitgegeven. Bij de bepaling van de theoretische waarde van de onderneming kunnen we uitgaan van de intrinsieke waarde (het verschil tussen de boekwaarde van de activa en de omvang van het vreemd vermogen) of de rentabiliteitswaarde (de contante waarde van alle in de toekomst verwachte winsten). Preferente aandelen kunnen recht geven op dividend voordat op gewone aandelen dividend wordt uitgekeerd. We spreken dan van winstpreferente aandelen. Preferente aandelen die aan de houders ervan extra beslissingsbevoegdheden geven, worden prioriteitsaandelen genoemd.

Een van de vraagstukken bij een emissie van aandelen is het vaststellen van de emissieprijs. Deze prijs moet liggen tussen de verwachte beurskoers van het aandeel direct na emissie en de nominale waarde van het uit te geven aandeel. Bij een *claimemissie* krijgen de aandeelhouders van de onderneming het recht de nieuwe aandelen te kopen.

Naast het geplaatste en gestorte nominale aandelenkapitaal rekenen we ook de reserves tot het eigen vermogen. Enkele veelvoorkomende reserves zijn: agioreserve, winstreserve en herwaarderingsreserve.

Een onderneming kan naast eigen vermogen ook vreemd vermogen aantrekken. In tegenstelling tot eigen vermogen moet vreemd vermogen aan de verschaffers ervan worden terugbetaald. Bovendien ontvangen zij meestal een interestvergoeding, die in het algemeen onafhankelijk is van de bedrijfsresultaten.

Als we letten op de looptijd van de gemaakte afspraken, kan de vermogensmarkt onderverdeeld worden in de geldmarkt en de kapitaalmarkt. We spreken van een obligatielening als de lening over een groot aantal schuldbekentenissen (obligaties) verdeeld is. Deze obligaties kunnen achtergesteld zijn. Dit houdt meestal in dat zij worden afgelost, nadat de overige schulden van de onderneming voldaan zijn.

Een converteerbare obligatie is een obligatie die gedurende een bepaalde periode en onder bepaalde voorwaarden omwisselbaar is in aandelen.

Obligatieleningen hebben meestal een looptijd van tien of meer jaren en worden dus tot de kapitaalmarkt gerekend. Vormen van leningen op korte termijn zijn: rekening-courantkrediet, leverancierskrediet en afnemerskrediet. Deze vormen van vreemd vermogen behoren tot de geldmarkt.

Een voorziening is een vorm van vreemd vermogen, die niet ontstaat door afspraken tussen geldgever en geldnemer. Door het vormen van voorzieningen wordt een verwachte toekomstige verplichting tot uitdrukking gebracht. Hierdoor ontstaat een juister beeld van de toekomstige verplichtingen van de onderneming.

In de laatste paragraaf hebben we aandacht besteed aan de bijzondere kenmerken van de financiering in het MKB. Ondernemingen in het MKB kunnen op problemen stuiten bij het aantrekken van vermogen. Er is een aantal (fiscale) maatregelen getroffen om het aantrekken van vermogen door ondernemingen in het MKB te bevorderen. We denken daarbij bijvoorbeeld aan de Tante Agaath-regeling en het Besluit Borgstelling MKB-kredieten.

Kernbegrippenlijst

Aandeelbewijs	Bewijs van mede-eigendom in een NV of BV.
Aandelensplitsing	Het verdelen van de nominale waarde van een aandeel over meerdere aandelen.
Achtergestelde lening	Lening die wordt afgelost nadat de gewone, concurrerende schuldeisers afgelost zijn.
Afnemerskrediet	Krediet, dat ontstaat doordat de afnemer (een gedeelte van) het verschuldigde bedrag betaalt, voordat de corresponderende goederen of diensten zijn geleverd.
Afstempelen van aandelen	Het verlagen van de nominale waarde van een aandeel.
Agio	Het bedrag waarmee de emissieprijs de nominale waarde van het aandeel overschrijdt.
Agiobonus	Het uitgeven van aandelen ten laste van de agioreserve.
Agioreserve	Het totale bedrag dat de onderneming bij emissies ontvangen heeft boven de nominale waarde.
Besluit Borgstelling MKB-kredieten	Een regeling bestemd voor MKB-bedrijven, waarbij de Nederlandse Staat voor 50% garant staat voor de onder deze regeling vallende borgstellingskredieten.
Beurswaarde	De waarde waartegen waardepapieren op de beurs worden verhandeld.
Bonusaandelen	Aandelen die om niet (bijvoorbeeld ten laste van de agioreserve) aan de aandeelhouders worden verstrekt.
Bufferkapitaal	Garantievermogen bij banken: het totaal van eigen vermogen inclusief open reserves (tier-1 kapitaal) en achtergesteld vreemd vermogen (tier-2 kapitaal) bij banken dat dient om de verliezen van banken op te vangen.
Bulletlening	Lening die aan het einde van de looptijd ineens in haar geheel wordt afgelost.
Cash conversion cycle	De tijd die verstrijkt tussen de uitgaande betaling als gevolg van de inkoop en de ingaande betaling als gevolg van de verkoop (van goederen en/of diensten).
Cashdividend	Dividend in contanten.
CF-stukken	Effectenbewijzen die bestaan uit een mantel ter grootte van een ponskaart en een dividend- of couponblad, zonder afzonderlijke dividend- of couponbewijzen.

Claimemissie	Een emissie van aandelen, waarbij de aandeelhouders van de onderneming het recht ontvangen de nieuwe aandelen te kopen. Dit recht kan op de effectenbeurs worden verhandeld.
Commercial paper	Verhandelbare schuldbewijzen in coupures van € 1.000.000 of een veelvoud daarvan met een looptijd tot twee jaar.
Conversiekoers	De prijs (gemeten in nominale waarden) die bij conversie voor een aandeel moet worden betaald.
Conversiewaarde	De waarde van een converteerbare obligatie als er zou worden geconverteerd.
Converteerbare obligatie	Een obligatie die onder bepaalde voorwaarden gedurende een bepaalde periode omgewisseld mag worden in aandelen.
Dematerialisatie	Het omzetten van een tastbaar (materieel) aandeelbewijs of obligatie in girale vorm.
Dividend	De vergoeding die aandeelhouders ontvangen voor het beschikbaar gestelde aandelenvermogen.
Dividendstabilisatie	Het streven van ondernemingen om de dividenden van jaar tot jaar gelijk te houden.
ECB	Europese Centrale Bank.
Eigen vermogen	Boekwaarde van de activa verminderd met de waarde van het vreemd vermogen.
Emissieprijs	De prijs waartegen de aandelen bij de uitgifte ervan verkocht worden aan de geldgever.
Emissiesyndicaat	Groep van banken en/of commissionairs die de onderneming van advies dienen en de emissie begeleiden.
Euribor	Het gemiddelde van de rentetarieven (met uitzondering van de hoogste en laagste waarden) waartegen banken in het eurogebied bereid zijn interbancair euro's uit te lenen.
Fair value	Bij een emissie is de fair value gelijk aan de verwachte beurskoers van het aandeel direct na emissie.
Financieringsgap	Het negatieve verschil tussen het vermogen dat nodig is om een bepaalde groei te realiseren en het vermogen dat kan worden aangetrokken.
Geldmarkt	Het gedeelte van de vermogensmarkt waarop vermogenstitels met een looptijd korter dan twee jaar worden verhandeld.
Geplaatst aandelenkapitaal	Het gedeelte van het maatschappelijk kapitaal van een NV of BV dat uitgegeven is.

Global note	Verzamelbewijs van effecten dat alle effecten van dezelfde soort vertegenwoordigt.
Goodwill	Het bedrag waarmee de marktwaarde van een onderneming de intrinsieke waarde ervan overtreft.
Guichetemissie	Emissie waarbij het consortium van banken zijn kantoren (loketten) beschikbaar stelt voor de emissie van aandelen.
Herkapitalisatie	Het veranderen van de samenstelling van het eigen vermogen.
Hypothecaire lening	Een lening waarbij onroerend goed als zekerheid dient.
Interimdividend	Dividend dat tijdens het lopende boekjaar aan de aandeelhouders wordt toegekend.
Intrinsieke waarde	Boekwaarde van de activa verminderd met de waarde van het vreemd vermogen.
IPO	Initial Public Offering: eerste uitgifte van aandelen.
Junkbond	Obligatie waaraan een hoog risico is verbonden.
Kapitaalmarkt	Het gedeelte van de vermogensmarkt waarop vermogenstitels met een looptijd van twee jaar of meer worden verhandeld.
Kapitaalobligatie	Achtergestelde obligaties die met name ten laste van financiële instellingen zijn uitgegeven.
Keuzedividend	Dividenduitkering waarbij de aandeelhouder kan kiezen uit cash- of stockdividend.
K-stukken	Klassieke effectenbewijzen bestaande uit een mantel en een dividend- of couponblad.
Leverancierskrediet	Het verstrekken van krediet door de leverancier aan zijn afnemer (uitgestelde betaling).
Maatschappelijk kapitaal	Het maximale bedrag (gemeten in nominale waarde) waarvoor door de NV of BV aandelen kunnen worden uitgegeven, zonder dat een statutenwijziging noodzakelijk is.
Medium term notes	Verhandelbare schuldbewijzen in coupures van € 1.000.000 of een veelvoud daarvan met een looptijd van twee jaar of meer.
Niet-ondernemend vermogen	Vermogen waarover een vooraf vastgestelde vergoeding wordt verstrekt (vreemd vermogen).
Nominale waarde	De in de statuten van een NV of BV vermelde waarde van een aandeel of obligatie.

Obligatieclausule	De clausule, opgenomen in een onderhandse lening, op grond waarvan de geldnemer het recht heeft de lening om te zetten in een (groot) aantal obligaties.
Obligatielening	Een lening die onderverdeeld is in een groot aantal schuldbekentenissen (obligaties).
Onderhandse lening	Een lening die wordt afgesloten buiten de vermogensmarkt om.
Ondernemend vermogen	Vermogen waarvan de vergoeding afhankelijk is van de bedrijfsresultaten (eigen vermogen).
Onvermijdbare waardedaling	Verskil tussen de beurswaarde van het aandeel vóór emissie en de maximaal mogelijke emissieprijs (= verwachte beurswaarde na emissie).
Openbare emissie	Een emissie die via de effectenbeurs loopt.
Overgenomen emissie	Een emissie waarbij het bankconsortium een bepaalde minimale opbrengst garandeert.
Pandbrieven	Obligaties uitgegeven door hypotheekbanken.
Preferent aandeel	Aandeel waaraan bepaalde voorrechten verbonden zijn.
Preferente winstdelende aandelen	Aandelen die de houders ervan recht geven op dividend voordat dividend op de gewone aandelen wordt toegekend en bovendien delen in de overwinst.
Premie boven de conversiewaarde	Verskil tussen de beurswaarde en de conversiewaarde van een convertieerbare obligatie.
Prioriteitsaandelen	Aandelen die aan de houders ervan bijzondere zeggenschap geven bij belangrijke beslissingen.
Refirente	De rente die banken aan de Europese Centrale Bank (ECB) moeten betalen wanneer zij geld lenen van de ECB. Deze rente noemen we ook wel herfinancieringsrente.
Redenominatie	Het aanpassen van de nominale waarde van een aandeel of obligatie.
Rentabiliteitswaarde	De contante waarde van toekomstige ontvangsten.
Rekening-courant	Een rekening bij een bank waarop doorlopend betalingen en ontvangsten kunnen worden geboekt.
Risicovrije belegging	Belegging waaraan geen risico is verbonden, zoals een belegging in staatsobligaties.
Slotdividend	Dividend dat aan het einde van het boekjaar wordt vastgesteld.
Staatsobligatie	Obligatie uitgegeven door de overheid.

Stockdividend	Dividend dat in de vorm van aandelen wordt uitgekeerd.
Sustainable growth	Houdbare groei. De maximale groei waarbij de solvabiliteit van de onderneming niet verslechtert.
Tante Agaath-regeling	Een fiscale regeling waarbij degene die geld uitleent aan een startende onderneming een belastingvoordeel krijgt.
Termijndeposito	Tegoed bij een bank waarover de cliënt slechts na afloop van een bepaalde periode kan beschikken.
Trustee	De instantie (of persoon) die de belangen van de obligatiehouders behartigt.
Vermijdbare waardedaling	Verskil tussen de maximaal mogelijke emissieprijs (= verwachte beurswaarde na emissie) en de feitelijke emissieprijs.
Vermogensmarkt	Het geheel van vraag en aanbod van vermogen (het geheel van geld- en kapitaalmarkt).
Voorkeursemissie	Een emissie waarbij de huidige aandeelhouders voorrang hebben bij de aankoop van nieuwe aandelen.
Voorziening	Een toekomstige verplichting waarvan de omvang op dit moment niet exact bekend is, maar wel kan worden geschat.
Vreemd vermogen	Vermogen dat tijdelijk beschikbaar is gesteld en waarover een vooraf vastgestelde vergoeding wordt verstrekt.
Vrije emissie	Een emissie waarbij iedere belegger (ook niet-aandeelhouder) kan inschrijven.
Warrant	Een recht om aandelen of obligaties te kopen, waarbij het recht verstrekt wordt door de instelling die de warrant uitgeeft.
Winstpreferente aandelen	Aandelen die de houders ervan recht geven op dividend voordat dividend op de gewone aandelen wordt toegekend.
Yield-to-maturity	Rentabiliteit van een lening, gemeten over de volle looptijd van de lening.
Zekerheden	Roerende en/of onroerende zaken waarop de geldverstrekker aanspraak kan maken als de geldnemer zijn verplichtingen niet nakomt.
Zerocouponbond	Obligatie waarover tijdens de looptijd geen interest wordt uitbetaald.

Oefeningen bij hoofdstuk 1

Meerkeuzevragen

- ◆ §1.1 1.1 De houder van een aandeel heeft recht op
- a aflossing van het ingebrachte vermogen en een vaste vergoeding.
 - b aflossing van het ingebrachte vermogen.
 - c een vergoeding die afhankelijk is van de bedrijfsresultaten.
 - d aflossing van het ingebrachte vermogen en een vergoeding die afhankelijk is van de bedrijfsresultaten.
- ◆ §1.2 1.2 Underwriters met een green-shoe-optie hebben het recht om
- a extra aandelen uit te geven als de vraag naar nieuwe aandelen groter is dan het aanbod.
 - b certificaten van aandelen uit te geven.
 - c aandelen uit te geven tegen een emissieprijs die hoger is dan de nominale waarde.
 - d claimrechten toe te kennen aan de houders van reeds uitgegeven aandelen.
- ◆ §1.3 1.3 Een voorbeeld van een gedematerialiseerd stuk, in praktische zin, is een
- a global note.
 - b K-stuk.
 - c CF-stuk.
 - d aandeel aan toonder.
- ◆ §1.4 1.4 De intrinsieke waarde van een onderneming is
- a de contante waarde van de toekomstige geldontvangsten.
 - b de boekwaarde van het eigen vermogen.
 - c de boekwaarde van de activa.
 - d de beurswaarde van de geplaatste aandelen.
- ◆ §1.5 1.5 Prioriteitsaandelen zijn aandelen die aan de houders ervan voorrechten geven bij
- a de uitkering van dividend.
 - b de verdeling van het liquidatiesaldo als de onderneming wordt beëindigd.
 - c de verdeling van de overwinst.
 - d beslissingen die het beheer van de nv of bv betreffen.
- ◆ §1.5 1.6 Het toekennen van stockdividend heeft altijd tot gevolg dat
- a de hoeveelheid liquide middelen van de onderneming afneemt.
 - b de agioreserve afneemt.
 - c het eigen vermogen van de onderneming afneemt.
 - d het aantal geplaatste aandelen toeneemt.

- ⇨ §1.6 1.7 Een guichetemissie houdt in dat het consortium dat de emissie begeleidt
 a bepaalt welke aandeelhouders in aanmerking komen voor de nieuwe aandelen.
 b het risico van het mislukken van de emissie op zich neemt.
 c zijn kantoren beschikbaar stelt voor de verkoop van de nieuwe aandelen.
 d de aandelen alleen toekent aan de huidige aandeelhouders van claims.
- ⇨ §1.6 1.8 Van een claimemissie is gegeven dat de maximaal mogelijke emissieprijs € 24 bedraagt. De beurswaarde van het aandeel vóór emissie is € 26. Er is één claim per oud aandeel toegewezen en de emissieprijs is vastgesteld op € 23.
 De onvermijdbare waardedaling per oud aandeel bedraagt:
 a € 2
 b € 3
 c € 1
 d a, b en c zijn onjuist.
- ⇨ §1.6 1.9 Een onderneming heeft 1 000 000 aandelen uitstaan, waarvan de beurswaarde per aandeel € 30 bedraagt. De onderneming wenst € 2.000.000 eigen vermogen aan te trekken door middel van een claimemissie. Er is één claim per oud aandeel toegewezen. De emissieprijs is vastgesteld op € 20 per aandeel. De verwachte beurswaarde van een aandeel na emissie bedraagt € 26. De theoretische waarde van een claim is:
 a € 10
 b € 6
 c € 4
 d € 0,60
- ⇨ §1.9 1.10 Een converteerbare obligatie is een obligatie
 a die omgewisseld mag worden in een kapitaalobligatie.
 b die onder bepaalde voorwaarden omgewisseld mag worden in aandelen.
 c die door de geldnemer eventueel afgelost mag worden in aandelen.
 d die door zekerheden gedekt is.
- ⇨ §1.9 1.11 Een converteerbare obligatielening waarbij de onderneming bepaalt of de obligatie in contanten of in aandelen wordt afgelost, is een
 a gewone converteerbare obligatie (convertible).
 b reverse convertible.
 c exchangeable.
 d reverse exchangeable.
- ⇨ §1.9 1.12 Een obligatieclausule houdt in dat
 a aandelen omgezet mogen worden in obligaties.
 b obligaties omgezet mogen worden in aandelen.
 c een onderhandse lening opgesplitst mag worden in een groot aantal obligaties.
 d een converteerbare obligatie omgezet mag worden in een gewone obligatie.

- ◆ §1.12 1.13 Bij het aantrekken van vermogen verschilt het midden- en kleinbedrijf (MKB) verschilt in een aantal opzichten van het grootbedrijf. Hierdoor zijn MKB-ondernemingen meer dan grotere ondernemingen afhankelijk van
 - a de uitgifte van aandelen.
 - b de uitgifte van obligaties.
 - c onderhandse vermogensverschaffing.
 - d de openbare kapitaalmarkt.
- ◆ §1.12 1.14 Welke van onderstaande ontwikkelingen zorgt voor een kortere cash conversion cycle?
 - a Een kortere krediettermijn van leveranciers.
 - b Een kortere krediettermijn voor klanten.
 - c Een lagere omzetsnelheid van de voorraad.
 - d Een langere opslagduur van de goederen.
- ◆ §1.12 1.15 Wat is een voorbeeld van persoonlijke zekerheidsstelling?
 - a Verpanding.
 - b Borgtocht.
 - c Negatieve hypotheekverklaring.
 - d Hypotheek.

Vraagstukken

- ◆ §1.4 V1.1 Het maatschappelijk kapitaal van Reisorganisatie Travel & Trekking bv (T&T bv) bestaat uit 6 000 aandelen van ieder € 1.000 nominaal. Bij oprichting van de bv zijn er 4 800 geplaatst tegen een koers van 160%. De aandeelhouders hebben 80% van het verschuldigde (nominale) bedrag gestort. Dit is tot nu toe de enige emissie van aandelen T&T bv. Hierna is de gedeeltelijk ingevulde balans van T&T bv (na winstverdeling) gegeven.

Terreinen	€ 1.400.000	Geplaatst aandelenkapitaal	€
Gebouwen	- 7.600.000	Aandeelhouders nog te storten	-
Voorraden	- 1.800.000		
Debiteuren	- 800.000	Gestort aandelenkapitaal	€
Kas	- 400.000	Agioreserve	-
		Ingehouden winst	- 1.200.000
		Hypothec	- 3.080.000
		Rekening-courant	- 600.000
		Crediteuren	- 400.000
	€ 12.000.000		€ 12.000.000

Bij de emissie wordt het volle bedrag aan agio door de aandeelhouders betaald. Het agio behoort niet tot het gestorte kapitaal. In 2010 heeft T&T bv een winst na belasting behaald van € 1.000.000 en we veronderstellen dat deze winst eeuwigdurend op dit niveau gehandhaafd kan blijven. De eigenaren van T&T bv eisen een vergoeding van 12,5% over het geïnvesteerde vermogen.

- a Bereken de omvang van de bedragen die op de balans ontbreken en vul deze in.
- b Bereken op basis van de volledige balans per 31 december 2010 de intrinsieke waarde per aandeel.
- c1 Bereken de rentabiliteitswaarde van het eigen vermogen.
 - 2 Bereken de omvang van de goodwill.
- d Bereken de rentabiliteitswaarde van één aandeel.
- e Is de intrinsieke waarde of de rentabiliteitswaarde de beste benadering van de marktwaarde van een aandeel? Motiveer uw antwoord.

⇒ §1.5 **V1.2** Groothandel Graniet nv heeft een aandelenkapitaal dat bestaat uit gewone en 3% cumulatief preferente winstdelende aandelen. Het aandelenkapitaal is als volgt samengesteld:

- gestort gewoon aandelenkapitaal € 20.000.000;
- gestort 3% cumulatief preferente winstdelende aandelen € 4.000.000.

Van de winst na belasting wordt eerst het preferente dividend uitgekeerd en daarna wordt op de gewone aandelen 5% dividend uitgekeerd als de winst daarvoor toereikend is. De overwinst, die resteert na toekenning van het (cumulatief) preferente dividend en het primaire dividend op de gewone aandelen, wordt als volgt verdeeld: 40% van de overwinst wordt gereserveerd, 35% gaat naar de houders van gewone aandelen en de rest is bestemd voor de houders van de preferente aandelen.

Na een aantal zeer winstgevende jaren waardoor op de preferente aandelen geen achterstallig dividend meer verschuldigd was, werd in de jaren 2007 en 2008 verlies geleden.

In deze jaren is geen dividend uitgekeerd. Sinds begin 2008 zijn de bedrijfskosten sterk teruggedrongen, waardoor over de jaren 2009 en 2010 weer winst werd gemaakt. In 2009 bedroeg de winst € 310.000 en in 2010 € 1.570.000.

- a Bereken het bedrag dat als dividend wordt uitgekeerd op de 3% cumulatief preferente winstdelende aandelen:
 - 1 in 2009;
 - 2 in 2010.
- b Bereken het bedrag dat als dividend wordt uitgekeerd op de gewone aandelen:
 - 1 in 2009;
 - 2 in 2010.

⇒ §1.6 **V1.3** Onderneming Explosion nv maakt een onstuimige groei door. Voor de financiering van haar nieuwe investeringsprogramma wenst Explosion nv € 100.000.000 nieuw eigen vermogen aan te trekken door de uitgifte van nieuwe aandelen. De aandeelhouders van Explosion nv krijgen het recht deze nieuwe aandelen te kopen. Per oud aandeel wordt één claim toegekend. Vóór de emissie van de nieuwe aandelen staan er 2 000 000 aandelen uit. Deze aandelen hebben vlak voor de emissie een beurswaarde van € 270 per aandeel. Alle aandelen hebben een nominale waarde van € 100. Financieel deskundigen schatten de beurswaarde van Explosion nv direct na de emissie op € 600.000.000. De emissieprijs wordt vastgesteld op € 200 per aandeel.

- a Bereken de maximaal mogelijke emissieprijs.
- b Bereken het aantal nieuwe aandelen dat wordt uitgegeven.
- c1 Bereken de onvermijdbare waardedaling per oud aandeel.

- 2 Geef een (cijfermatige) verklaring voor de hoogte van de onvermijdbare waardedaling.
- d Bereken de vermijdbare waardedaling per oud aandeel.
- e Bereken het aantal claims dat nodig is om één nieuw aandeel te kopen.
- f1 Bereken de waarde van een claim.
- 2 Waarvoor biedt de waarde van de claim een compensatie?

Stel dat de emissieprijs lager wordt vastgesteld dan € 200.

- g Leg uit welke gevolgen dat heeft voor:
 - 1 de onvermijdbare waardedaling per oud aandeel;
 - 2 de vermijdbare waardedaling per oud aandeel;
 - 3 de waarde van een claim.



V1.4 Van autofabrikant Carros nv is de volgende balans gegeven.

Gebouwen en terreinen	€ 20.000	Aandelenvermogen	€ 40.000
Machines	- 25.000	Agioreserve	- 10.000
Inventaris	- 10.000	Converteerbare obligatielening	- 8.000
Voorraden	- 12.000	Hypothecaire lening	- 6.000
Debiteuren	- 2.000	Banklening	- 3.000
Kas	- 1.000	Rekening-courant	- 1.000
	- 2.000	Crediteuren	- 2.000
	<u>€ 70.000</u>		<u>€ 70.000</u>

Zowel de aandelen als de converteerbare obligaties hebben een nominale waarde van € 1.000. Vanaf 1 januari 2011 kunnen twee converteerbare obligaties, onder bijbetaling van € 600, omgewisseld worden in één aandeel. Op 7 maart 2011 overweegt belegger Lucassen zijn converteerbare obligatie op de beurs te verkopen. Op dat moment bedraagt de beurskoers van één aandeel Carros nv € 3.200. De beurskoers van de converteerbare obligaties is op dat moment € 1.400.

- a1 Bereken de conversiewaarde van één converteerbare obligatie op 7 maart 2011.
- 2 Bereken de premie boven de conversiewaarde op 7 maart 2011.
- 3 Is het voor belegger Lucassen aantrekkelijk om op 7 maart 2011 zijn obligatie te converteren? Motiveer uw antwoord.
- b Bereken de conversiekoers.

We veronderstellen dat op 1 juli 2011 de helft van de converteerbare obligatie omgewisseld wordt in aandelen (dit is de enige conversie tot nu toe).

- c Geef de journaalpost die van deze conversie wordt gemaakt.
- d Stel de balans van Carros nv direct na de conversie op.
- e Is het voor de houder van een converteerbare obligatie aantrekkelijk om vóór de einddatum van de converteerbare obligatielening tot conversie over te gaan? Motiveer uw antwoord.



V1.5 In het prospectus van 17 september 1999 kondigt Koninklijke Numico NV de emissie aan van 'Depositary Receipts of Shares' (certificaten van aandelen) en 1,5% Convertible Subordinated Bonds (achtergestelde converteerbare obligaties). Uit het prospectus van Numico is een aantal relevante passages ontleend en hierna afgedrukt.

Prospectus dated as of September 17, 1999



Koninklijke Numico N.V.

(Incorporated with limited liability in the Netherlands with its corporate seat in Zoetermeer, the Netherlands)

Offerings of 11,250,000 Depositary Receipts of Shares

Offer price €40.00 per Depositary Receipt of Shares

and

€600,000,000 principal amount of 1.5% Convertible Subordinated Bonds Due 2004

Issue price 100%

This is an offering to the public and institutional investors in the Netherlands and to institutional investors in the rest of the world of (i) 11,250,000 Depositary Receipts of Shares in bearer form with limited exchangeability for registered ordinary shares of Koninklijke Numico N.V. and (ii) €600,000,000 principal amount of 1.5% Convertible Subordinated Bonds due 2004, convertible into depositary receipts of shares. Each Depositary Receipt of Shares represents one ordinary share of Numico. The Depositary Receipts of Shares will be offered by and for the account of Numico.

The Convertible Subordinated Bonds will be convertible into depositary receipts of shares at any time on or after October 22, 1999 and prior to September 13, 2004, the seventh business day prior to the maturity of the Convertible Subordinated Bonds, at a conversion price of €51.20 per Depositary Receipt of Shares, subject to adjustment in certain circumstances. The Convertible Subordinated Bonds will bear interest at 1.5% per annum, payable in arrears on September 22 of each year, commencing September 22, 2000. The Convertible Subordinated Bonds may be redeemed by Numico at our option in whole but not in part at any time after September 22, 2002, if the closing price of the Depositary Receipts of Shares on the Amsterdam Exchanges N.V. shall exceed 130% of the applicable redemption price divided by the exchange ratio for 30 consecutive trading days, at the applicable redemption price together with accrued but unpaid interest to the redemption date. At maturity, outstanding Convertible Subordinated Bonds will be redeemed at 113.54% of their principal amount, together with accrued but unpaid interest. The terms and conditions of the Convertible Subordinated Bonds are set forth in Annex E to this Prospectus.

ABN AMRO Rothschild

J.P. Morgan Securities Ltd.

Morgan Stanley Dean Witter Dresdner Kleinwort Benson HSBC Investment Banking ING Barings Schroders

2. Payments

(a) **Principal.** The principal amount of each Bond will be payable on the earlier of its Redemption Date or its Maturity Date. The amount due on the Maturity Date shall be €1,135.40 per each €1,000 principal amount of Bonds, or 113.54% of their principal amount (the "Final Redemption Amount").

(c) **Redemption Price.** Redemption Price as used in this certificate shall mean:

The percentage of the principal amount of the Bonds determined by using the following formula:

$$100\% + 13,54\% \cdot \left(\frac{\text{Number of actual days elapsed since September 22, 1999 to Redemption Date}}{\text{Total Number of Days to Maturity}} \right)$$

4. Conversion Rights

(a) **General.** At any time during the Conversion Period defined in paragraph (f) below and except as provided herein, each Bondholder will have the right (the "Conversion Rights") to convert any or all of the Bonds held by it into Conversion Securities. The conversion price is €51.20 per Conversion Security, subject to adjustment as provided in paragraph (d) below (the "Conversion Price"). The initial Conversion Price represents an exchange ratio of 19.53125 Conversion Securities per €1,000 principal amount of the Bonds (the "Exchange Ratio," as such ratio may be adjusted from time to time by dividing €1,000 by the then applicable Conversion Price).

In *Het Financieele Dagblad* worden de slotkoersen van zowel de achtergestelde converteerbare obligatie als van de certificaten van aandelen Numico vermeld. Hierna zijn passages uit *Het Financieele Dagblad* en een overzicht van de koersontwikkelingen van beide beleggingsobjecten weergegeven.

Amsterdam exchanges-index aandelen; noteringen van donderdag 9 maart 2000

Hoogste koers laatste 12 mnd	Laagste koers laatste 12 mnd	Gem. 40 dag.	Vorige koers	Openningskoers	Hoogste koers	Laagste koers	Slotkoers	Naam	Omzet stuks	Gem. omzet laatste 200 dagen
41,85 13/09/99	31,40 01/02/00	33,90	34,95	35,00	35,20	34,48	34,50	Numico cert.	426.208	1.369.902

Converteerbare obligaties Converteerbare obligaties

Cpn.	Naam	Gem. looptijd	Slotkoers	Vorige koers	Eff. rend.	Coupon datum	Omwissel datum	Aantal aand.	Conversiekoers	Conversie equivalent.
5,25	NBM-Amsteland 94/02	2,1	125,00A	125,00	-5,54	28/04	01/07/94	49,02	9,26	11,67
4,375	Numico 95/02	2,7	244,00A	241,00	-	09/11	09/05/96	32,46	13,98	34,23
1,5	Numico 99/04	4,5	98,00	98,20	1,73	22/09	-	19,53	51,20	50,83
4,75	OCé 94/01	1,3	112,00+	111,50	-4,38	15/06	01/12/94	42,11	10,78	12,17

Koersen Numico over een willekeurige periode in 2000

	29/2	1/3	2/3	3/3	6/3	7/3	8/3	9/3
Koers converteerbare obligatie	98,55	98,40	98,70	99,50	100	99,90	98,20	99,00
Koers certificaat van aandelen	33,55	33,79	33,91	35,40	35,90	34,60	34,95	34,50

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 9 maart 2000

- a Een converteerbare obligatie is in feite een combinatie van twee soorten financiële producten. Welke combinatie van producten is het? Vermeld daarbij duidelijk of er sprake is van het kopen of verkopen (schrijven) van het betreffende product.
- b1 Hoeveel aandelen worden er per converteerbare obligatie verkregen als tot conversie wordt overgegaan?
 - 2 Wat is het verband tussen het bij vraag b1 bedoelde aantal aandelen en de conversieprijs van € 51,20?
- c Na de introductie en toewijzing van de certificaten van aandelen Numico is de koers enige tijd boven € 40 geweest (met een maximum van € 41,85) en daarna teruggezakt naar een niveau rond de € 35.

Zullen er inmiddels converteerbare obligaties omgewisseld zijn in aandelen? Motiveer uw antwoord.

- d Bij deze vraag gaan we de koersen van beide beleggingsobjecten op 8 maart en 9 maart 2000 met elkaar vergelijken. Op 9 maart is de koers van de *converteerbare obligatie* Numico gestegen ten opzichte van de koers op 8 maart, terwijl de koers van het *certificaat* Numico gedaald is. Geef een mogelijke verklaring voor deze (verrassende?) ontwikkeling. Besteed bij uw antwoord onder andere aandacht aan de begrippen intrinsieke waarde en obligatiewaarde (van de converteerbare obligatie).
- e1 Vanaf welke datum en tot aan welke datum kan de converteerbare obligatie worden afgelost?
 - 2 Bereken hoeveel de aflossing (inclusief premie bij aflossing) bedraagt als de converteerbare obligatie op 22 september 2003 zou worden afgelost. Voor de eenvoud nemen we aan dat 1 jaar 360 dagen en 1 maand 30 dagen telt.
 - 3 Stel dat op 12 september 2004 de koers van een certificaat van aandelen Numico € 69 bedraagt. Zullen de houders van converteerbare obligaties die tot op dat moment niet geconverteerd hebben op 12 september 2004 alsnog tot conversie overgaan? Motiveer uw antwoord met een berekening.
- f Toon door een berekening aan dat het effectief rendement voor de converteerbare obligaties op 9 maart 2000 inderdaad 1,73% bedraagt.
- g In het prospectus worden onder de kop 'Adjustment of Conversion Price' formules gegeven voor de herberekening van de conversiekoers.
 - 1 Hoe worden deze formules in de Nederlandstalige literatuur genoemd?
 - 2 Noem drie situaties waarin deze formules zouden kunnen (moeten) worden toegepast.
- h Op 6 maart 2000 is de koers van de converteerbare obligatie precies 100. Geef aan of er op dat moment sprake is van een van de volgende premies:
 - 1 boven de obligatiewaarde;
 - 2 boven de conversiewaarde.Voorzie uw antwoorden van een duidelijk motivatie.



§1.9

V1.6

Getronics nv heeft op 22 maart 2000 € 450 mln achtergestelde converteerbare obligaties 2000 per 2005 uitgegeven. Aan het prospectus van 22 maart 2000 is een aantal relevante passages ontleend en hierna afgedrukt.



Getronics N.V.

(a public limited liability company incorporated in the Netherlands)

€450,000,000

0.25 per cent. Subordinated Convertible Bonds 2000 due 2005

(subject to increase pursuant to the Over-allotment Option granted to ABN AMRO Rothschild as described herein)

Issue Price: 100 per cent.

The €450,000,000 0.25 per cent. Subordinated Convertible Bonds 2000 due 2005 (the 'Bonds') of Getronics N.V. ('Getronics', the 'Issuer' or the 'Company') will be convertible, by reference to their principal amount, from 2 May 2000 into ordinary shares of Getronics of NLG 0.25 nominal value ('Ordinary Shares') at a conversion price (the 'Conversion Price'), subject to adjustment in certain circumstances as described herein, of €110.94 per Ordinary Share.

Interest on the bonds is payable annually in arrear on 22 March in each year. Principal and interest payments will be made subject to deduction of, and withholding for, taxes imposed or levied by or in any jurisdiction.

Application has been made to list the Bonds on the Official Segment of Amsterdam Exchanges N.V.'s Stock Market (the 'AEX-Stock Exchange'). The existing issued Ordinary Shares of the Issuer are listed on the AEX-Stock Exchange under the trading symbol 'GVKN'. The last reported sale of the Ordinary Shares on the AEX-Stock Exchange on 20 March 2000 was €83.00 per Ordinary Share.

Unless previously redeemed, converted or purchased and cancelled, the Bonds will be redeemed at 116.01 per cent. of their principal amount on 22 March 2005, but may be redeemed at the option of Getronics in whole at their Accrued Principal Amount (as defined below) together with accrued interest at any time after 22 March 2003, provided that the average of the closing prices of an Ordinary Share as derived from the Official Price List ('*Officiële Prijscourant*') ('Official Price List') of Amsterdam Exchanges N.V. for the Trading Days (as defined below) within the 30-day period ending on the fourteenth day prior to the date on which the relevant notice of redemption is given to the holders of the Bonds (the 'Bondholders') shall have been at least 130 per cent. of the Conversion Price (as adjusted).

The Bonds are subordinated in right of payment to the obligations of Getronics to its other creditors (other than Subordinated Creditors (as defined in 'Trust Deed – Article 8')).

The Bonds have been rated Baa3 by Moody's Investors Services Inc. and BB+ by Standard & Poor's.

The Bonds will initially be represented by a temporary global bond in bearer form (the 'Temporary Global Bond') without interest coupons, which is expected to be deposited with Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V. ('NECIGEF'), Amsterdam, not later than 22 March 2000 (the 'Initial Closing Date') and which will be exchangeable for a permanent global bond in bearer form (the 'Permanent Global Bond') without interest coupons attached, not earlier than 40 days and not later than 90 days after the Initial Closing Date and upon certification as to non-U.S. beneficial ownership. See 'Prospectus Summary – Delivery'. The Bonds have been accepted for clearance through AEX-Effectenclearing B.V. (the securities clearing corporation of Amsterdam Exchanges N.V.), Clearstream Banking, société anonyme ('Clearstream, Luxembourg') and Morgan Guaranty Trust Company of New York, Brussels office, as operator of the Euroclear System ('Euroclear').

See 'Investment Considerations' for a discussion of certain factors that should be considered in connection with an investment in the Bonds.

Getronics has granted to ABN AMRO Rothschild an option (the 'Over-allotment Option') exercisable at any time from the date of the Subscription Agreement until 30 days after the Initial Closing Date to purchase up to an additional €50,000,000 aggregate principal amount of the Bonds solely to cover over-allotments, if any.

ABN AMRO Rothschild

The date of this Prospectus is 22 March 2000

Passages uit het prospectus van Getronics NV

Article 3 – Maturity; Redemption

- 3.1 Unless previously purchased, redeemed or converted as herein provided, the Bonds will be redeemed at one hundred and sixteen point zero one per cent. (116.01%) of their principal amount on the twenty second day of March two thousand and five (22 March 2005).
- 3.2 On giving not less than thirty (30) nor more than ninety (90) days' notice to the Trustee and the Bondholders, the Issuer may at any time after the twenty second day of March two thousand and three (22 March 2003) redeem all of the Bonds outstanding at their Accreted Principal Amount together with interest accrued to the date fixed for redemption provided that the average of the closing prices per Ordinary Share as derived from the Official Price List of Amsterdam Exchanges N.V. for the Trading Days within the thirty (30)-day period ending on the fourteenth (14th) day prior to the date on which the Redemption Notice is given to Bondholders shall have been at least one hundred and thirty per cent. (130%) of the Conversion Price.
- 3.3 The Accreted Principal Amount of each one thousand euros (EUR 1,000) principal amount of Bonds shall be determined so that, together with accrued interest from the immediately preceding Interest Payment Date or, if none, the Initial Closing Date, and after taking into account any interest paid in respect of such Bonds in preceding periods, if represents for the holder thereof a gross yield to maturity identical to that applicable in the case of redemption at maturity, being three point twenty five per cent. (3.25%) per annum (calculated on an annual basis), and shall be calculated in accordance with the following formula, rounded (if necessary) to two decimal places with zero point zero zero five (0.005) being rounded upwards (provided that if the date fixed for redemption is an Interest Payment Date, the Accreted Principal Amount shall be as set out in the table below in respect of such interest Payment Date):

Interest Payment Date	Accreted Principal Amount
	(€)
22 March 2001	1,030.00
22 March 2002	1,060.98
22 March 2003	1,092.96
22 March 2004	1,125.98
22 March 2005	1,160.07

Article 4 – Conversion

- 4.1 The holder of each Bond shall have the right to convert ('Conversion') such Bond into Ordinary Shares (the 'Conversion Right') at any time (subject to any applicable fiscal or other laws or regulations and as hereinafter provided) from the second day of May two thousand (2 May 2000) to the close of business in Amsterdam on the twelfth day of March two thousand and five (12 March 2005) (both days inclusive) or, if such Bond shall have been called for redemption pursuant to Article 3.2 of this Deed prior to the twelfth day of March two thousand and five (12 March 2005), then up to the close of business in Amsterdam on the tenth (10th) day before the date fixed for redemption thereof.

The number of Ordinary Shares to be issued on exercise of a Conversion Right shall be determined by dividing the principal amount of the relevant Bond by the conversion price (the 'Conversion Price') in effect on the Conversion Date. The initial Conversion Price is one hundred and ten euros and ninety four cents (EUR 110.94) per Ordinary Share and is subject to adjustment in the circumstances described in Article 4.2 below. Fractions of Ordinary Shares will not be issued on conversion and except where any individual entitlement would be less than one (1) euro, a cash payment shall be made by the Issuer.

Article 4.22:

Conversion Date	Downward Adjustment to Conversion Price
On or before 22 March 2001	-12,5%
Thereafter, but on or before 22 March 2002	-10,0%
Thereafter, but on or before 22 March 2003	-7,5%
Thereafter, but on or before 22 March 2004	-5,0%
Thereafter, and until final maturity	-2,5%

- a Geef een bondige maar duidelijke verklaring voor het feit dat converteerbare obligaties vaak achtergesteld zijn.
- b1 Gedurende welke periode heeft de houder van de converteerbare obligatie het recht om te converteren?
 - 2 Gedurende welke periode heeft Getronics nv het recht de converteerbare obligatie vervroegd af te lossen?
- c1 Laat door een berekening zien dat de yield-to-maturity (het gemiddelde rendement gedurende de volle looptijd) 3,25% bedraagt.
 - 2 Laat door een berekening zien dat het effectief rendement over de periode 22 maart 2002 tot 22 maart 2003 ook 3,25% bedraagt. Ga daarbij uit van de accreted principal amount (zie artikel 3.3) op 22 maart 2002 en de accreted principal amount op 22 maart 2003 (en vergeet niet rekening te houden met de tussentijds vrijvallende rente van de converteerbare obligatie).

Het berekenen van het aantal aandelen dat bij conversie wordt verkregen, is bij deze emissie een lastige zaak. U bent de beleggingsadviseur van de plaatselijke bank en legt uw cliënt in stappen uit hoe het aantal aandelen dat bij conversie verkregen wordt, berekend moet worden. Voordat u dat gaat doen, hebt u voor uzelf wat huiswerk verricht en de volgende vragen beantwoord:

- d Stel dat uw cliënt overweegt op 22 maart 2002 tot conversie over te gaan.
 - 1 Hoeveel bedraagt de accreted principal amount op 22 maart 2002?
 - 2 Bereken de conversieprijs op 22 maart 2002.
 - 3 Bereken het aantal aandelen dat een belegger per converteerbare obligatie ontvangt als hij op 22 maart 2002 zou besluiten tot conversie over te gaan.
 - 4 Is er bij een conversie op 22 maart 2002 nog sprake van contante betalingen? Zo ja, bereken dan welk bedrag wordt betaald en door wie aan wie?
 - 5 Stel dat de koers van het aandeel Getronics op 22 maart 2002 € 95 bedraagt. Zult u dan uw cliënt adviseren tot conversie over te gaan? Onderbouw uw antwoord onder andere met een berekening.
- e1 Wat is de rol van de trustee bij converteerbare obligaties?
 - 2 In welke situaties zal er een aanpassing van de conversiekoers plaatsvinden?
- f Wat houdt de over-allotment option in?
- g Wat is het belang voor Getronics van de ratings door Moody's en Standard & Poor's?

ASMI herfinanciert schulden

*Koers van chipmachinemaker daalt na uitgifte
converteerbare obligaties*

Ivo Bökkerink
AMSTERDAM — Chipmachinemaker ASM International (ASMI) heeft gisteren €150 mln opgehaald met de uitgifte van converteerbare obligaties. Met de opbrengst wil het bedrijf uit Almere onder meer oud schuld papier opkopen. Zo wordt het moment waarop ASMI zijn schulden moet aflossen verder in de toekomst geschoven.

ASMI had eerder al aangegeven dat het zijn financiering onder handen zou nemen. Ook analisten noemden de uitgifte van obligaties geen verrassing. Toch was het aandeel ASMI gisteren op een lagere beurs lange tijd de grootste verliezers in de Midkap-index. Pas in het laatste uur van de handel herstelde het aandeel, dat met een verlies van 3,1% sloot op €13,19.

‘De uitgifte wordt niet met gejuich ontvangen, maar tegelijkertijd zie je dat de hele chipsector onder druk staat’, aldus Victor Bareño van SNS Securities. Hij berekent een potentiële verwatering van circa 17%, die mogelijk wordt verzacht doordat ASMI oude converteerbare

obligaties terugkoopt in plaats van aflost met aandelen.

De nieuwe obligaties krijgen een oordeel van BB- van Standard & Poor's. Daarmee valt het schuld papier in de categorie non-investment grade. ASMI betaalt op zijn nieuwe schulden een rente van 6,5%, meer dan op de oude schulden.

Nieuw kapitaal Convertible

€150 mln
haalt ASMI op met de uitgifte van converteerbare obligaties

€17,09
is de conversiekoers

6,5%
is de rente, tegen 4,25% op het oude schuld papier

3%
daalde de koers van ASMI

Houders kunnen het schuld papier tegen 2014 omwisselen voor aan-

delen ASMI voor een bedrag van €17,09, een premie van ruim 30% op de slotkoers van het aandeel.

Volgens financieel directeur Rob Ruijter van ASMI is het bedrijf al begonnen met het terugkopen van oude converteerbare obligaties. In totaal had ASMI aan het einde van het tweede kwartaal voor €108 mln aan langlopende schulden uitstaan. ASMI bestaat uit een deel dat zelf chipmachines maakt, de frontend, en een belang in ASM Pacific in Hongkong. Victor Bareño van SNS Securities denkt dat nu de financiële positie is versterkt, de kans toeneemt dat ASMI de dividendstroom van dochter ASM Pacific zal gaan gebruiken om zijn aandeelhouders mee te belonen.

Ruijter wilde gisteren geen toezeggingen doen over de dividendstroom van ASM Pacific. In het verleden gebruikte het bedrijf dat geld om de verliezen bij frontend te dempen. Onder druk van aandeelhouders heeft ASMI beloofd dit tot het einde van het jaar niet meer te doen. ‘Of we die belofte vernieuwen, is iets wat mogelijk wel of niet volgend jaar op de aandeelhoudersvergadering aan bod zal komen’, aldus de cfo tijdens een conference call. ■

Bron: *Het Financieele Dagblad*, 4 november 2009

- a Wat wordt bedoeld met een potentiële verwatering van 17%?
- b Welke gevolgen heeft de rating BB- (Standard & Poor's) voor de hoogte van het door ASMI te betalen interestpercentage?
- c De opbrengst van de nieuwe converteerbare obligatielening wordt gedeeltelijk gebruikt om oud schuld papier op te kopen. Wat is de bedoeling daarvan?

Mkb vreest groeiend tekort aan bankkrediet

Staatsgarantie wordt slechts mondjesmaat benut

Bert van Kalles

AMSTERDAM — De problemen die bedrijven nu al ondervinden bij het aantrekken van bankkredieten, nemen de komende maanden verder toe, verwachten organisaties uit het mkb. Vooral kleinere bedrijven zullen vaker 'nee' horen als zij bij hun bank aankloppen voor krediet.

[...]

De banken vinden niet dat zij in gebreke blijven.

Wel wordt erkend dat de krappe krediet situatie problemen oplevert voor bedrijven die moeten aanhaken bij het economische herstel, maar geen toegang hebben tot de kapitaalmarkt. 'Vooral middelgrote en kleine bedrijven zijn kwetsbaar op dit punt.'

Macrocijfers laten zien dat de kredietverlening van banken aan bedrijven weer wat toeneemt. Daar gaat volgens MKB-Nederland een ander microverhaal achter schuil. 'Kleinere ondernemers en bedrijven in specifieke sectoren als de zakelijke dienstverlening en de handel krijgen heel moeilijk krediet', zegt Wolthuis.

Van der Weg van Credion, dat het afgelopen jaar 1100 bedrijven begeleidde bij het aantrekken van €1,2 mrd vreemd vermogen, heeft dezelfde ervaring. 'Lopende kredieten worden weliswaar verlengd en middelgrote groeiers krijgen nieuw geld. Maar kleinere bedrijven vallen buiten de boot.'

Beiden wijzen erop dat de kredietklem waarin delen van het mkb zitten, de economische opleving ernstig kan belemmeren. Minder dan de helft van de ondernemers uit het mkb die krediet vragen bij hun bank, krijgt het gevraagde bedrag, blijkt uit de jongste cijfers van onderzoeksbureau EIM. Onderzoeker Lia Smit verwacht dat meer mkb'ers de komende maanden bankkrediet aanvragen. Maar meer dan de helft van de onder-

nemers denkt nul op het rekest te krijgen bij de accountmanager van zijn bank.

Van der Weg noemt die negatieve verwachting 'realistisch' omdat de voorwaarden verscherpt zijn. 'Banken die vroeger wilden financieren tot 90% van de executiewaarde, gaan nu niet verder dan hooguit 70%. En aan onderliggende zekerheden wordt minder waarde toegekend dan voorheen. Door de crisis zijn vastgoed en bedrijfsmiddelen flink afgewaardeerd. Daardoor is de financiering van eigen bedrijfspanden stilgevallen en zijn ook leasecontracten een probleem geworden.'

Ook belemmert de geringe concurrentie tussen banken de kredietverlening, zegt Wolthuis van MKB-Nederland. Dat drijft de rente en kosten op. En er is bij het beoordelen van kredieten snel sprake van 'willekeur'. 'Het risi-

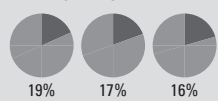
coprofiel van de bankvestiging is allesbepalend', beaamt Van der Weg van Credion. 'Past het krediet of de aanvrager daar niet in, dan blijft het loket dicht.'

Dan staan voor een ondernemer nog drie wegen open. Niet investeren: is slecht voor het bedrijf en het herstel van de Nederlandse economie. Risicokapitaal aantrekken: is relatief duur en leidt tot zeggenschapsproblemen. Of staatsgaranties op kredieten inzetten om alsnog aan de eisen van de bank te kunnen voldoen.

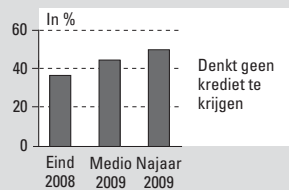
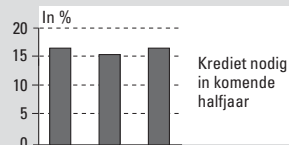
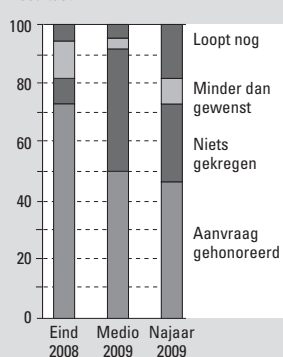
Minister Van der Hoeven heeft in de crisisaanpak van het kabinet de staatsgaranties voor kredieten, zoals de Borgstellingsregeling en de Garantie Ondernemingsfinanciering (GO), uitgebreid en breder toegankelijk gemaakt. Een groeiend aantal bedrijven maakt er via zijn bank gebruik van. 'Het gebruik van GO is in het derde kwartaal met 270% gestegen', meldt de minister enthousiast. [...]

Deur blijft vaak gesloten Kredietverlening aan mkb

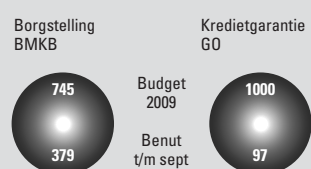
Krediet gevraagd door mkb'ers



Resultaat



Staatsgarantie kredieten in € mln



Bron: Het Financieele Dagblad, 7 november 2009

- a Wat bedoelen we met de financiële crisis in de jaren 2008 tot en met circa 2010?
- b Rob Wolthuis van MKB-Nederland stelt dat banken niet aan de extra vraag naar bankkrediet voldoen, omdat ze bezig zijn met hun eigen balansproblemen. Leg deze uitspraken van Wolthuis uit (wat wordt ermee bedoeld?).
- c Welke typen ondernemingen en in welke branches hebben (in de jaren 2009/2010) met name moeite met het aantrekken van bankkrediet?
- d Leg uit waarom de economische opleving wordt afgeremd als de banken onvoldoende bankkrediet verstrekken aan bedrijven (in het MKB).
- e Welke gevolgen heeft de financiële crisis voor de omvang van en de voorwaarden verbonden aan het door banken te verstrekken krediet?
- f Wat verstaan we onder risicokapitaal? Geef daarvan enkele voorbeelden.
- g Wat verstaan we onder de Borgstellingsregeling MKB? (zie www.senternovem.nl)
- h Wat verstaan we onder de Garantie Ondernemingsfinanciering? (zie www.senternovem.nl)
- i Wat zijn de taken van het EIM (Economisch Instituut Midden- en kleinbedrijf)? Zie www.eim.nl.