

SERIE Financieel Management

Vermogensmarkt en ondernemings- waarde



Noordhoff Uitgevers

André Heezen & Teun Ammeraal

5^e druk

Serie Financieel Management

De financiële functie: Vermogensmarkt en ondernemingswaarde

drs. A.W.W. Heezen

drs. T. Ammeraal

Vijfde druk

Noordhoff Uitgevers Groningen/Utrecht

Ontwerp omslag: G2K Designers Groningen/Houten

Omslagillustratie: Getty Images

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

Aan de totstandkoming van deze uitgave is de uiterste zorg besteed. Voor informatie die desondanks onvolledig of onjuist is opgenomen, aanvaarden auteur(s), redactie en uitgever geen aansprakelijkheid. Voor eventuele verbeteringen van de opgenomen gegevens houden zij zich aanbevolen.



0 / 2018

© 2018 Noordhoff Uitgevers bv Groningen/Utrecht, 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) 978-90-01-88909-8

ISBN 978-90-01-88908-1

NUR 782

Woord vooraf bij de vijfde 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.seriefinanciemanagement.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 de gebruikers voor de waardevolle opmerkingen die zij hebben gemaakt. De opmerkingen van de 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 2018

drs. A.W.W. Heezen

drs. T. Ammeraal

Elst

Heerhugowaard

Inhoud

Inleiding op de serie 7

1 Vormen van eigen en vreemd vermogen 17

- 1.1 Eigen vermogen 18
- 1.2 Aandelenkapitaal 20
- 1.3 Verschijningsvormen van effecten 25
- 1.4 Waardering van aandelen 26
- 1.5 Preferente aandelen 28
- 1.6 Emissie(prijs) van aandelen 30
- 1.7 Mutaties in het aandelenvermogen 39
- 1.8 Vreemd vermogen 41
- 1.9 Vormen van vreemd vermogen op lange termijn 42
- 1.10 Vormen van vreemd vermogen op korte termijn 56
- 1.11 Voorzieningen 60
- 1.12 Vermogensaanrekening in het MKB 61
 - Samenvatting 78
 - Kernbegrippenlijst 80
 - Meerkeuzevragen 86
 - Vraagstukken 88

2 Prijsvorming op financiële markten 103

- 2.1 Het verschijnsel rente 104
- 2.2 Prijsvorming van eigen vermogen 113
- 2.3 Het Capital Asset Pricing Model 117
- 2.4 Prijsvorming van derivaten 127
- 2.5 De Efficiënte Markt Hypothese 134
 - Samenvatting 137
 - Kernbegrippenlijst 138
 - Meerkeuzevragen 142
 - Vraagstukken 144

3 Vermogensstructuur en vermogenskostenvoet 151

- 3.1 Relatie tussen de vermogenskostenvoet en de waarde van een onderneming 152
- 3.2 Hefboomtheorie 156
- 3.3 Theorie van Modigliani en Miller 162
- 3.4 Optimale vermogensstructuur 172
 - Samenvatting 182
 - Kernbegrippenlijst 183
 - Meerkeuzevragen 185
 - Vraagstukken 186

4	Dividendbeleid	193
4.1	Dividend en aandeelhouderswaarde	194
4.2	De irrelevantie van het dividendbeleid in een perfecte vermogensmarkt	195
4.3	Inkoop van aandelen	201
4.4	De invloed van marktimperfecties	206
4.5	Andere overwegingen in het dividendbeleid	209
	Samenvatting	213
	Kernbegrippenlijst	214
	Meerkeuzevragen	216
	Vraagstukken	218
5	Fusies en overnames	223
5.1	Motieven om tot samenwerking over te gaan	224
5.2	Vormen van samenwerking tussen ondernemingen	228
5.3	Fusies en overnames in de praktijk	235
5.4	Waardering van ondernemingen en aandeelhouderswaarde	244
5.5	Corporate governance en beschermingsconstructies	263
5.6	Herstructurering en ontvlechting	267
	Samenvatting	270
	Kernbegrippenlijst	271
	Meerkeuzevragen	275
	Vraagstukken	277
6	Sturing van ondernemingswaarde	297
6.1	Value Based Management	298
6.2	Sturen op basis van kengetallen	299
6.3	Maatstaven voor het meten van waardecreatie	303
6.4	Economische en boekhoudkundige benadering	312
6.5	Samenhang tussen besluitvorming en evaluatie	321
6.6	Modellen voor Value Based Management	322
	Samenvatting	330
	Kernbegrippenlijst	331
	Meerkeuzevragen	334
	Vraagstukken	335
	Antwoorden meerkeuzevragen en vraagstukken	345
	Literatuuroverzicht	352
	Illustratieverantwoording	354
	Register	355

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 decenia. 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 werkelijkheid te doorzien 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 werktein 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 liquiditeiten? 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 risicomangement gehanteerd. Daarnaast worden voorbeelden uit de praktijk gebruikt om de theorie te illustreren.

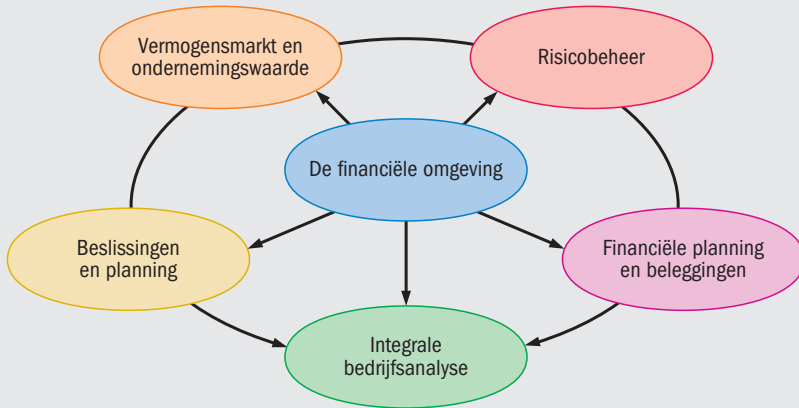
Met *Risicobeheer* leren studenten hoe zij risico's kunnen herkennen en verantwoorden keuzes kunnen maken bij de beheersing ervan. De reikwijdte, de beperkingen en de kosten van de verschillende instrumenten worden besproken. Door de recente onrust op de financiële markten en de gevolgen daarvan voor 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 ouderdagsvoorziening. 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 toepassingsmogelijkheden. 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 bedrijfsanalyse* 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 'doeboek' 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



De Financiële Functie in de Praktijk

Door de financiële crisis worden steeds hogere eisen aan banken gesteld. Ze moeten bijvoorbeeld een hoger eigen vermogen aanhouden om eventuele verliezen op te kunnen vangen. Dit heeft tot gevolg dat banken kritischer en terughoudender zijn geworden als het gaat om het verstrekken van vreemd vermogen aan ondernemingen. Ondernemingen kunnen daardoor van banken minder vreemd vermogen aantrekken dan ze zouden willen hebben en zijn gaan zoeken naar alternatieve financieringsvormen. Zo zijn

bedrijven meer obligaties uit gaan geven om aan vreemd vermogen te komen (in plaats van een banklening). Ook institutionele beleggers zoals verzekeraars en pensioenfondsen blijken in toenemende mate bereid – buiten de banken om – leningen te verstrekken aan MKB-bedrijven. De volgende twee artikelen gaan onder meer over de hiervoor besproken aspecten en geven een eerste indruk van de vraagstukken waarmee een financieel manager te maken kan krijgen.

HET FINANCIËLE DAGBLAD, 8 MAART 2017

Pot voor leningen aan midden- en kleinbedrijf groeit naar miljard

VAN ONZE REDACTEUR

Amsterdam

Een groep verzekeraars en pensioenfondsen gaat opnieuw bijna € 500 mln steken in een fonds dat leningen verstrekt aan grote mkb-bedrijven. Met deze nieuwe toezegging groeit de capaciteit van het Bedrijfsleningenfonds naar een kleine miljard euro. Daarmee komt er opnieuw geld beschikbaar voor kredietverlening buiten de balansen van de banken om. De laatste jaren zijn er meerdere initiatieven waarbij beleggers hun geld rechtstreeks aan de kredietnemer verstrekken, al gaat het meeste geld tot nu toe naar hypotheekleningen.

Een groot fonds is belangrijk om institutionele beleggers te kunnen aantrekken, denkt Loek Sibbing, directeur van de Nederlandse Investeringsinstelling (NLII). Dat is het twee jaar geleden opgerichte vehikel om meer pensioen- en premiegeld

in Nederland te beleggen; het Bedrijfsleningenfonds is tot nu toe het belangrijkste product. 'Initiatieven die te klein zijn, trekken geen institutioneel geld. Want die partijen vinden omvang belangrijk, ook om een goed management mogelijk te maken. Daarom zijn we blij dat de omvang nu naar bijna € 1 mrd gaat.'

De verdubbeling van het fonds van € 480 mln naar € 960 mln is niet op korte termijn noodzakelijk. Het fonds is vorig jaar begonnen met uitlenen en heeft inmiddels € 195 mln aan kredieten uitstaan bij elf bedrijven. 'De pijn is goed,' zegt Erik Hylarides, die vanuit Robeco het fonds beheert. 'Onze verwachting is € 250 mln per jaar uit te zetten.' Dat betekent dat de eerste toezeggingen over ruim een jaar zijn opgebruikt en dat dan de tweede tranche wordt aangesproken. 'Maar

volgend jaar is echt niet ver weg. Bovendien, er spreekt vertrouwen uit.' De beleggers zijn dit keer verzekeraars NN en ASR, pensioenfondsen PME en PMT en het Europese fonds EIF (onderdeel van de Europese Investeringsbank). Op PME na zijn dit dezelfde partijen die ook de eerste tranche hebben toegezegd. Voor Sibbing is het Bedrijfsleningenfonds onderdeel van een grotere trend, waarbij leningen buiten de bankenbalans om worden verstrekt. In Europa wordt traditioneel een zeer groot deel van de kredieten door banken gegeven, veel meer dan in bijvoorbeeld de Verenigde Staten. 'Dit fonds is een voorbeeld van hoe zoiets op gang komt.' Dat beleggers veel minder in mkb-kredieten steken dan in hypotheekleningen, is volgens Sibbing omdat het nog nieuw is. 'Als belegger heb je nu een beleggingscategorie die er eerst niet was. Je moet intern mensen hebben die dit kunnen beoordelen.'

De leningen van het fonds lopen buiten

de bankenbalans, maar worden wel samen met de banken verstrekt. Een bedrijf kan een lening van het fonds aanvragen via de grote banken. Die moeten bij elke lening van het fonds een eigen banklening tegen dezelfde voorwaarden verstrekken die minstens even groot is. Zelf kantoren en loketten openen vindt de NLI niet zinnig. Hylarides wijst erop dat ook in de VS de banken de contactpunten blijven voor de bedrijven, al worden de leningen daar feitelijk vaak door een derde verstrekt.



Robeco beheert het Bedrijfsleningenfonds

HET FINANCIËLE DAGBLAD, 10 JANUARI 2017

Na recordjaar verlaten 'toeristen' markt voor bedrijfsobligaties

Banken blij met kopers die weinig hoeven lenen

HANS MAARSEN
Amsterdam

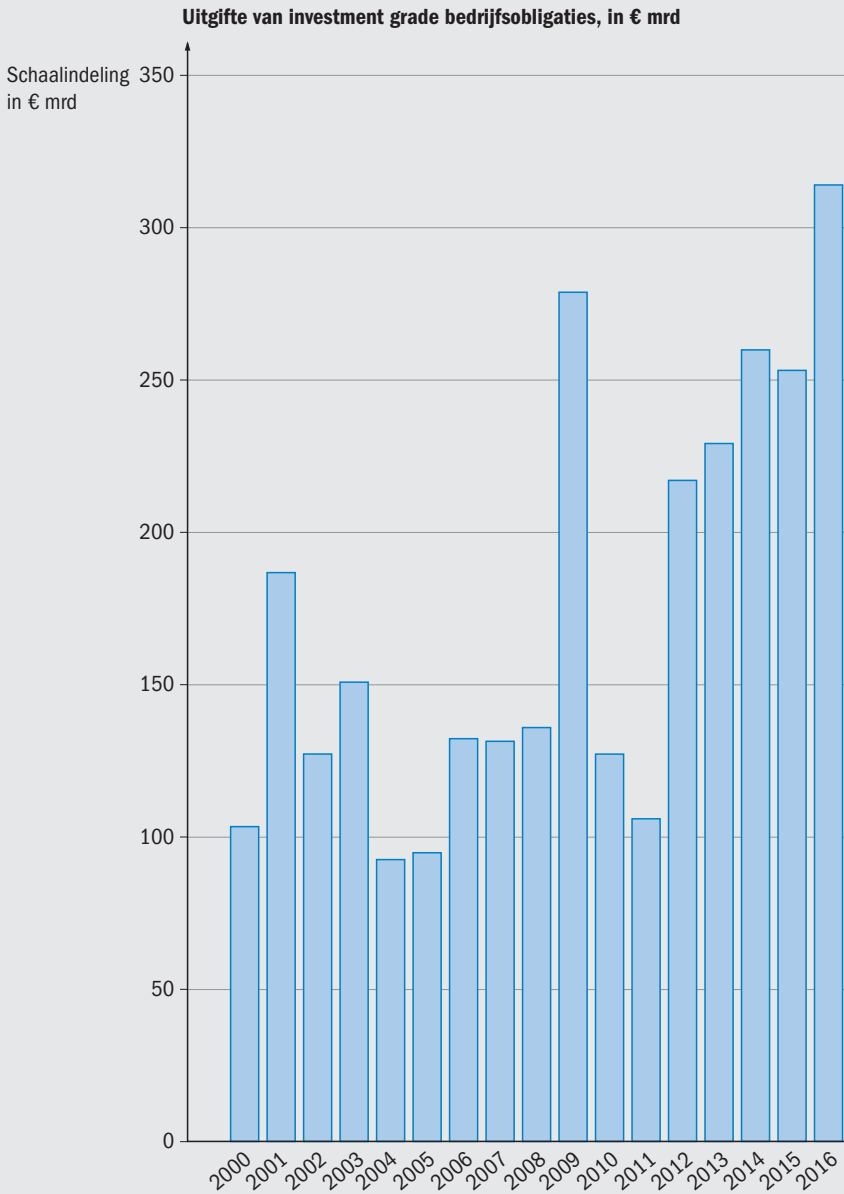
Nooit eerder plaatsten bedrijven zoveel obligaties op de Europese markt als in 2016. Zeker de megabond van AB InBev hielp de markt naar het recordbedrag van € 314 mrd. Het opkoopprogramma van de ECB bracht bovendien grote koersstijgingen. Wordt 2017 net zo rooskleurig? Dit zijn de belangrijkste thema's.

1. ECB

Dat bedrijven zo graag geld ophaalden, was mede te danken aan de ECB. Doordat

de Europese Centrale Bank voor € 80 mrd aan staats- en bedrijfsobligaties opkocht, daalde het effectieve rendement op dergelijk schuld papier hard. Het opkoopprogramma van de ECB loopt nog heel 2017 door, al gaat het tempo vanaf maart terug van € 80 mrd per maand naar € 60 mrd. Jeroen van den Broek van ING denkt dat de leenkosten voor bedrijven desondanks in de loop van het jaar zullen oplopen. 'De ECB begon in hoog tempo te kopen, maar dat kunnen ze niet volhouden', zegt hij. 'De spread, het renteverskil tussen bedrijfsobligaties en Duitse tienjaarsleningen, zal in de tweede helft van het jaar groter worden.'

Recordjaar voor bedrijfsobligaties



Dat verwacht Hyung-ja de Zeeuw van ABN Amro ook. Zij zag vorig jaar bedrijfsobligaties gekocht worden door beleggers die dat normaal gesproken niet doen. Dit jaar vertrekken deze 'creditoeristen' weer, denkt de obligatiestrateg. [...]

2. M&A

De megaovername van bierbrouwer SAB-Miller door concurrent AB InBev had een Nederlands tintje. ING en Rabobank kregen een rol toebedeeld bij de uitgifte van bedrijfsobligaties van de Belgische brouwer, die daarmee € 13,25 mrd ophaalde. De deal werd al in 2015 aangekondigd,

maar de financiering met obligaties vond pas vorig jaar plaats.

De Belgische brouwer AB InBev tekende voor de grootste uitgifte van bedrijfsobligaties: €314 mrd. '2016 was qua fusies en overnames een heel licht jaar,' zegt Van den Broek van ING. 'We verwachten dat 2017 beter wordt. Dat zou vooral in de tweede helft van het jaar te zien moeten zijn aan het aantal uitgiftes van bedrijfsobligaties. De economie trekt aan, bedrijven zijn voorzichtig geweest met hun balans, maar nu kunnen de investeringen stijgen.' De markt voor Europese bedrijfsobligaties heeft volgens Tak laten zien dat zij grote overnames kan financieren, al kan de volle politieke agenda roet in het eten gooien. 'De markt voor fusies en overnames is nog gevoeliger voor politieke risico's.'

3. Politiek

In de weken rond belangrijke politieke gebeurtenissen kan de markt 'op slot' gaan. Vorig jaar gebeurde dat rond het brexit-referendum en de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Dit jaar gaan onder andere de Fransen, Duitsers en Nederlanders naar de stembus, terwijl de Britten de artikel 50-procedure moeten starten die hun vertrek uit de Europese Unie inluidt. Het brengt onzekerheid waarbij bedrijven liever geen nieuw kapitaal ophalen. 'Beleggers en bedrijven houden die data in hun achterhoofd,' zegt Tak van Rabobank. 'Of zij er echt onzeker van worden, hangt van de peilingen af. Bovendien: men dacht dat de wereld zou vergaan na de brexit en de verkiezing van Trump, maar voorlopig is het tegendeel waar.'



1

Vormen van eigen en vreemd vermogen

- 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.

Winstreserve
Herwaarderingsreserve

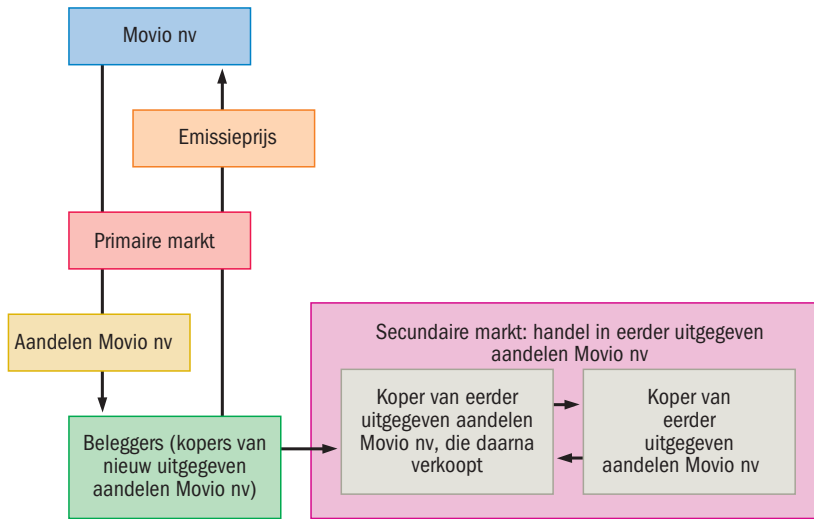
Dit eigen vermogen kan toenemen door winstinhoudingen (winstreserve), waardeinstijging van de activa (herwaarderingsreserve) of door nieuwe stortingen door de aandeelhouders. Verlies van de onderneming of terugbetalingen aan de aandeelhouders verlagen het eigen vermogen van de nv of bv. Het eigen vermogen 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.

Permanent
vermogen

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 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.

Primaire
markt
Secundaire
markt

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.



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.

Dividend

Preferente aandelen

◆ MC1.1

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.

Aandeel**-bewijzen**

1.2 Aandelenkapitaal

Maatschappelijk kapitaal

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.

Nominale waarde

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

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. Voor een nv geldt dat het gestorte deel van het geplaatste kapitaal ten minste € 45.000 moet bedragen. Voor een bv geldt geen minimumkapitaal.

Gestort aandelenkapitaal

VOORBEELD 1.1

Het maatschappelijk kapitaal van nv De Kaap is verdeeld in 400.000 aandelen van ieder € 10 nominaal. Hiervan zijn er 80.000 geplaatst (minimum) tegen een koers van 140%. De aandeelhouders hebben 25% (minimum) van het verschuldigde (nominale) bedrag gestort:

Maatschappelijk kapitaal	$400.000 \times € 10 =$	€ 4.000.000
Niet geplaatst	$320.000 \times € 10 =$	€ 3.200.000
Geplaatst kapitaal	$80.000 \times € 10 =$	€ 800.000
Gestort kapitaal	$80.000 \times € 2,50 =$	€ 200.000
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 € 4 per uitgegeven aandeel. Dit bedrag komt overeen met 40% van de nominale waarde van het aandeel (€ 10).

De aandeelhouders betalen bij eerste plaatsing:

Gestort kapitaal		€ 200.000
Agio	$80.000 \times € 4 =$	€ 320.000
		€ 520.000

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

CASUS KONINKLIJKE KPN N.V.

In het voorjaar van 2013 heeft Koninklijke KPN N.V. nieuwe aandelen uitgegeven. De voorwaarden waartegen dit plaatsvindt en de achtergronden staan in de prospectus van 25 april 2013. We nemen hieronder enkele passages uit deze prospectus, die in de Engelse taal is opgesteld, over. Na iedere passage geven we een korte toelichting.

Koninklijke KPN N.V.

(a public company incorporated under the laws of the Netherlands, with its corporate seat in The Hague, the Netherlands)

2 (two) for 1 (one) rights issue of 2,838,732,182 new ordinary shares at an issue price of EUR 1.06 for each ordinary share

*Koninklijke KPN N.V. (KPN) is offering 2,838,732,182 new ordinary shares in its capital, with a nominal value of EUR 0.24 each, (the **Offer Shares**). The Offer Shares are initially being offered to eligible holders (**Shareholders**) of ordinary shares in the capital of KPN, with a nominal value of EUR 0.24 each, (**Ordinary Shares**) pro rata to their shareholdings (the **Rights Offering**), subject to applicable securities laws and on the terms set out in this document (the **Prospectus**).*

Toelichting

Een 'rights offering' betekent dat in eerste instantie de houders van aandelen KPN het recht krijgen om nieuwe aandelen KPN te kopen. Dit recht wordt belichaamd door een dividendbewijs met een bepaald nummer (ieder aandeel heeft een dividendbewijs met dat nummer). Dit recht noemen we ook wel een claim. De houder van een (oud-)aandeel krijgt het recht om per oud-aandeel twee nieuwe aandelen te kopen [**2 (two) for 1 (one) rights issue**]. De uitgifteprijs is € 1,06, terwijl de nominale waarde € 0,24 bedraagt. Het verschil tussen de uitgifteprijs en de nominale waarde noemen we agio en bedraagt hier € 0,82 per nieuw aandeel. Een 'rights offering' is een claim-emissie, dit is een emissie van nieuwe aandelen waarbij de houders van oude-aandelen een voorrecht (claim) hebben.

*Each Ordinary Share held immediately after the close of trading in the Ordinary Shares on NYSE Euronext in Amsterdam, a regulated market of Euronext Amsterdam N.V. (NYSE Euronext Amsterdam), at 17:40 Central European Time (CET) on 25 April 2013 (the **Record Date**) will entitle the relevant Shareholder to one Right. Subject to applicable securities laws and to the terms set out in this Prospectus, Eligible Persons will be entitled to subscribe for two Offer Shares for every one Right held against payment of the Issue Price for each Offer Share by exercising their Rights from 09:00 CET on 26 April 2013 until 15:00 CET on 14 May 2013 (the **Exercise Period**).*

Toelichting

Aan de houder van ieder oud-aandeel dat op 25 april 2013 om 17.40 uur uitstaat, wordt een recht (claim) toegekend. Deze rechten kunnen uitgeoefend worden in de periode 26 april 2013 tot 14 mei 2013 om 15.00 uur (de uitoefenperiode).

Following the expiry of the Exercise Period, any Offer Shares that were issuable upon the exercise of Rights but have not been subscribed for during the

*Exercise Period (the **Rump Shares**) will be offered for sale by Deutsche Bank AG, London Branch, Goldman Sachs International and J.P. Morgan Securities plc, the joint global coordinators for the Rights Offering and the Rump Offering (as defined below), together referred to as the **Offering**, (in that capacity, the **Joint Global Coordinators**) and ABN AMRO Bank N.V., ING Bank N.V., Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. (acting as Rabobank International), Merrill Lynch International, Barclays Bank PLC, Citigroup Global Markets Limited, UBS Limited, BNP Paribas, Credit Suisse Securities (Europe) Limited, Société Générale and UniCredit Bank Austria AG (together with the Joint Global Coordinators, the **Banks**) by way of private placements to institutional investors in the Netherlands and certain other jurisdictions (the **Rump Offering**).*

The Rump Offering, if any, is expected to commence at 07:30 CET on or about 15 May 2013 and to end no later than 17:30 CET on or about 15 May 2013.

Toelichting

De aandelen die na afloop van de uitoefenperiode nog niet zijn verkocht, worden 'Rump shares' (resterende aandelen) genoemd. De banken die bij deze emissie zijn betrokken zijn in twee groepen verdeeld: de 'Joint Global Coordinators' en de 'Banks'. De resterende aandelen (rump shares) worden door de 'Joint Global Coördinators' en de 'Banks' door middel van een onderhandse plaatsing ('private placement') aan institutionele beleggers in Nederland, zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, aangeboden. 'Rump offering' is de onderhandse plaatsing van de resterende aandelen. Onderhands betekent dat de aandelen niet via een effectenmarkt worden verkocht, maar door een direct contact tussen de verkoper (de banken namens KPN) en de kopers (hier de institutionele beleggers).

*The Joint Global Coordinators shall, subject to the satisfaction of conditions contained in and on the terms of the underwriting agreement for the Offering entered into between KPN and the Banks on 25 April 2013 (the **Underwriting Agreement**), procure subscribers for, or shall themselves subscribe and pay for, any Rump Shares not subscribed for through the exercise of Rights or sold in the Rump Offering. The price per Rump Share must be at least equal to the Issue Price, plus any expenses related to procuring such subscribers (including any value added tax). The Offering will be subject to the terms and conditions of the Underwriting Agreement and as set out in this Prospectus.*

Toelichting

De banken die behoren tot de groep 'Joint Global Coordinators' hebben de verplichting op zich genomen alle resterende aandelen die niet door middel van de 'rump offering' verkocht kunnen worden, te kopen tegen ten minste de uitgifteprijs. We spreken dan van een overgenomen emissie: de onderneming die de nieuwe aandelen uitgeeft (hier KPN) is er dan zeker van dat alle aandelen worden verkocht.

De uitgifte van de nieuwe aandelen verloopt volgens een strak tijdschema. We geven hieronder de Nederlandse vertaling van de verschillende stappen.

Event	Gebeurtenis	Time and Date
Record Date.....	Bekendmaking	17:40 CET on 25 April 2013
Start of ex-Rights trading in the Shares ...	Handel in aandelen zonder claimrecht	09:00 CET on 26 April 2013
Start of Exercise Period.....	Begin van de periode waarin de claims uitgeoefend kunnen worden	09:00 CET on 26 April 2013
Start of trading in the Rights	Begin van de handel in claims	09:00 CET on 26 April 2013
End of trading in the Rights	Sluiting van de handel in claims	17:40 CET on 13 May 2013
End of Exercise Period	Einde van de periode waarin de claims uitgeoefend kunnen worden	15:00 CET on 14 May 2013
Start of Rump Offering	Begin van de onderhandse verkoop van de resterende aandelen	07:30 CET on or about 15 May 2013
End of Rump Offering	Einde van de onderhandse verkoop van de resterende aandelen	no later than 17:30 CET on or about 15 May 2013
Allotment of the Offer Shares	Toewijzing van de nieuwe aandelen	15 May 2013
Issue of Ordinary Shares	Uitgifte van de nieuwe aandelen	17 May 2013
Settlement Date	Betaling voor de nieuwe aandelen	17 May 2013
Listing of, and start of trading in, the Offer Shares	Notering en start van de handel in de nieuwe aandelen	09:00 CET on 17 May 2013

Lock-up arrangements

In connection with the Offering, KPN has agreed that it will not, directly or indirectly, issue, offer, lease, sale, grant of rights, warrants or options in respect of, or other disposition of any Ordinary Shares or any other securities exchangeable for or convertible into, or substantially similar to, Ordinary Shares during a period from the date of the Underwriting Agreement to 180 days from the Settlement Date (subject to certain customary exceptions, including but not limited to the issue of Ordinary Shares pursuant to any employee-stock options existing at the date hereof), except with the prior written consent of the Joint Global Coordinators.

Toelichting

De KPN is overeengekomen dat ze direct noch indirect tussen het moment waarop de Underwrite-overeenkomst is afgesloten en 180 dagen na de settlement date (de datum waarop de nieuwe aandelen worden toegekend en betaald) geen aandelen koopt, verkoopt of rechten op aandelen koopt en verkoopt.

Dit is overeengekomen om te voorkomen dat KPN de beurskoers hierdoor zou kunnen beïnvloeden (waardoor de onderwriters en kopers van de nieuwe aandelen benadeeld zouden kunnen worden).

Allotment of Offer Shares

Allotment of Offer Shares to be issued pursuant to the Offering is expected to take place on 15 May 2013. Eligible Persons who have subscribed for Offer Shares and paid the Issue Price ultimately on the Settlement Date may obtain information on the number of Offer Shares they have been allotted through their own financial intermediary.

Toelichting

Op 15 mei 2013 vond de toewijzing (allotment) van de nieuwe aandelen plaats.

The Rights and the Offer Shares (including the Rump Shares) will be delivered through the book-entry systems of Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V. trading as Euroclear Nederland (Euroclear Nederland), in accordance with its normal settlement procedures applicable to equity securities.

Toelichting

Het betreft hier geen fysieke aandelen maar aandelen die geregistreerd worden door het Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V.

*This Prospectus constitutes a prospectus for the purposes of Article 3 of Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of the European Union (as amended, including by Directive 2010/73/EC) (the **Prospectus Directive**) and has been prepared in accordance with chapter 5.1 of the Dutch Financial Supervision Act (Wet op het financieel toezicht) and the rules promulgated thereunder (the **Dutch Financial Supervision Act**). This Prospectus has been filed with and approved by the Dutch Authority for the Financial Markets (Stichting Autoriteit Financiële Markten) (the **AFM**).*

Toelichting

Bij het uitgeven van nieuwe aandelen moet aan allerlei nationale en internationale voorschriften worden voldaan.

Joint Global Coordinators and Joint Bookrunner			
Deutsche Bank	Goldman Sachs International	J.P. Morgan	
Joint Bookrunners			
ABN AMRO	ING	Rabobank International	
Co-Bookrunners			
BofA Merrill Lynch	Barclays	Citigroup	UBS Investment Bank
Co-Lead Managers			
BNP PARIBAS	Credit Suisse	Société Générale	UniCredit
	Corporate & Investment Banking		

This Prospectus is dated 25 April 2013

Toelichting

Er zijn verschillende banken betrokken bij de uitgifte van de aandelen KPN, zoals uit de 'ondertekening' van het prospectus blijkt. Iedere bank heeft bepaalde rechten en verplichtingen. De bespreking van de verschillende rollen van de banken valt buiten het kader van dit boek.

Claimemissie

Een claimemissie houdt in dat de houders van reeds uitgegeven aandelen KPN als eerste het recht krijgen om nieuwe aandelen KPN te kopen.

Dit voorrecht wordt vertegenwoordigd door een dividendbewijs (met een bepaald nummer) dat behoort bij een bestaand aandeel. Tegen inlevering van één claimrecht en bijbetaling van € 2,12 worden twee nieuwe aandelen KPN ontvangen.

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

Claimemissie

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. KPN is dan verzekerd van de gewenste opbrengst van de emissie. De levering van de aandelen KPN vindt plaats door tussenkomst van Euroclear (zie www.euroclear.com).

Underwriters



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 KPN wordt daar geen melding van gemaakt.

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

K-stukken

CF-stukken

Global note

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

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 eensluidend 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

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 reserves. Het eigen vermogen is gelijk aan het verschil tussen de totale waarde van de bezittingen (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 2017 de intrinsieke waarde per aandeel Heconad.

Activa	Balans Heconad nv per 31 december 2017		Passiva
Terreinen	€ 2.400.000	Geplaatst aandelenkapitaal	€ 14.000.000
Gebouwen	€ 8.000.000	Aandeelhouders nog te storten	€ 2.800.000
Vorraden	€ 1.600.000	Gestort aandelenkapitaal	€ 11.200.000
Debiteuren	€ 700.000	Agioreserve	€ 300.000
Kas	€ 360.000	Ingehouden winst	€ 400.000
		Hypotheek	€ 800.000
		Rekening-courant	€ 220.000
		Crediteuren	€ 140.000
Totaal bezittingen	€ 13.060.000	Totaal vermogen	€ 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:

$$\frac{\text{geplaatst aandelenkapitaal}}{\text{nominale waarde per aandeel}} = \frac{70\% \times \text{€}20.000.000}{\text{€}1} = \text{€}14.000.000$$

De intrinsieke waarde per aandeel bedraagt:

$$\text{€}11.900.000 : 14.000.000 \text{ aandelen} = \text{€}0,85 \text{ per aandeel.}$$

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.

**Rentabiliteits-
waarde**

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 verkoopprijs 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:

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

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

De rentabiliteitswaarde van ArenA nv blijkt gelijk te zijn aan:

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

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

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.

VI.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

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.

Prioriteitsaandelen

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.

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

Winstpreferente 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.

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.

Preferente, winstdelende aandelen

⚡ MCI.5
⚡ VI.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 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.

Stockdividend

⚡ MCI.6

**Cashdividend
Keuzedividend**

Hierna volgt een mededeling op de website van Koninklijke BAM Groep nv (www.bam.com) onder de kop 'Investors relations'. Uit deze mededeling blijkt dat er sprake is van een keuzedividend.

Dividend

BAM keert een dividend uit van 9 eurocent per gewoon aandeel voor 2016 (2015: 2 eurocent). Dit komt overeen met een pay-out ratio van 50% (2015: eveneens 50%), in lijn met het dividendbeleid van BAM om 30 tot 50% van het nettojaarresultaat als dividend uit te keren. Bij de bepaling van

het dividendvoorstel heeft BAM rekening gehouden met de balansstructuur ter ondersteuning van de strategische agenda 'Building the present, creating the future' en de belangen van aandeelhouders. Het dividend zal op 17 mei 2017 worden uitgekeerd in contanten of in aandelen.

Boekjaar	Dividend per gewoon aandeel	Pay-out in % nettowinst	Dividendrendement
2016	€0,09	50%	2,1%
2015	€0,02	50%	0,4%
2014	–	–	–
2013	€0,05	30%	1,4%
2012	€0,10	–	3,1%
2011	€0,16	30%	4,9%

De slotkoers van het aandeel Koninklijke BAM Groep per eind 2016 bedraagt € 4,39.

Toelichting

Het dividendrendement over 2016 volgt uit de volgende berekening. Dividend per gewoon aandeel : beurskoers aan het eind van 2016 = € 0,09 : € 4,39 = 0,0205 (2,1%). In het jaar 2014 is het dividend gepasseerd (geen dividend uitgekeerd) in verband met de slechte financiële resultaten in dat jaar.

1.6 Emissie(prijs) van aandelen

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

1.6.1 Emissie

Onder een emissie van aandelen wordt de uitgifte van nieuw gecreeerde 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.

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

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).

Emissie van aandelen

Institutionele beleggers

Openbare emissie

Initial Public Offering

Emissie-syndicaat

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 commissionairs 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.

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.

Guichet-emissie

Bij een gegarandeerde of overgenomen emissie verleent het consortium (de onderwriters) dezelfde diensten als bij een guichetemissie, maar bovendien neemt het consortium vooraf alle aangeboden aandelen over.

Overgenomen emissie

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

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 voorkeursemissie.* 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 KPN is een voorbeeld van een claimemissie.

Vrije emissie

Voorkeursemissie

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.

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?

Fair value

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.

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.

Claimemissie

Claim

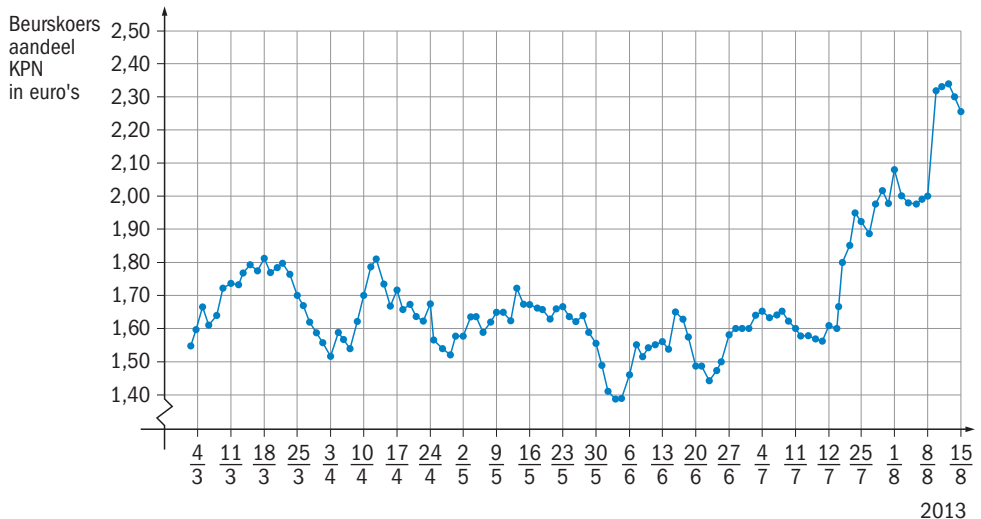
De claims worden toegekend aan de aandeelhouders die behoren tot de groep 'ah voor', maar zij zijn niet verplicht van hun voorkeurrecht gebruik te maken (het is immers een recht). Zij kunnen hun claims ook op de effectenbeurs verkopen aan beleggers die wel nieuwe aandelen willen kopen.

Koersverloop KPN 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 aandelen KPN in de periode 1 maart 2013 tot en met 15 augustus 2013 in figuur 1.2 weer.

De koers van het aandeel KPN beweegt zich in de periode 1 maart 2013 tot en met 19 juli 2013 rond € 1,60. Vanaf 22 juli 2013 is de koers gaan stijgen en deze bedraagt vanaf 23 juli 2013 ongeveer € 2 of meer. De kopers van de nieuwe aandelen KPN lijken een goede deal te hebben gesloten. De emissieprijs bedroeg immers € 1,06.

FIGUUR 1.2 Beurskoersen van aandelen KPN in de periode van 1 maart t/m 15 augustus 2013



In voorbeeld 1.4 gaan we 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 (totale waarde van de onderneming na emissie = TWN).

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 (emissieopbrengst = EOP) € 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 =

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

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

	$EP = \frac{EOP}{M}$		$MPN = \frac{TNW}{n + m}$
<i>m</i>	$EP = \frac{\text{€ 8.000.000}}{m}$	<i>n + m</i>	$MPN = \frac{\text{€ 46.000.000}}{n + m}$
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

EOP = emissieopbrengst (hier € 8.000.000)

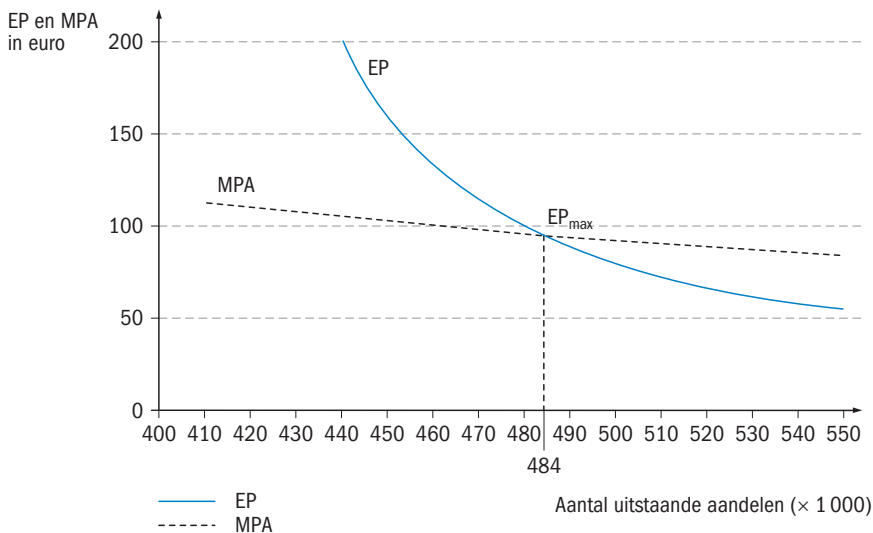
MPN = marktprijs (beurswaarde) van een aandeel na emissie

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

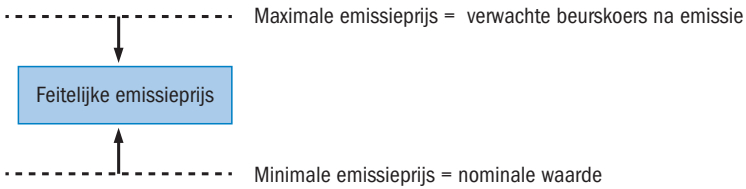
blijkbaar toch ingestemd met de voorgenomen emissie, omdat zij verwachten dat de beurskoers zich in de toekomst zal herstellen.

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. 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 1.3 geeft de boven- en ondergrens aan van de feitelijke emissieprijs.

Minimale
emissieprijs

Maximale
emissieprijs

FIGUUR 1.3 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.

Dividend-
stabilisatie

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.

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

Verwachte
beurswaarde

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

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:

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

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 $2 \times n$.

MC1.9
V1.3



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

Verwachte
beurswaarde
Claimwaarde

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:

$$\frac{\text{verwachte beurswaarde van de onderneming na emissie}}{\text{aantal uitstaande aandelen na emissie} = n + m} = \frac{€ 46.000.000}{400.000 + 100.000} = € 92$$

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

$$\begin{array}{rcl} 4 \text{ claims} & + \text{ de emissieprijs} & = \text{één nieuw aandeel.} \\ 4 \times \text{claimwaarde} & + € 80 & = € 92 \\ 4 \times \text{claimwaarde} & & = € 92 - € 80 \\ \text{Waarde van één claim} & & = \frac{€ 92 - € 80}{4} = € 3 \end{array}$$

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

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: $400.000 \times (€ 95 - € 92) = € 1.200.000$. Deze vermijdbare waardedaling wordt volledig gecompenseerd door de waarde van de claims = $400.000 \times € 3 = € 1.200.000$. De claims bieden echter geen compensatie voor de onvermijdbare waardedaling, die gelijk is aan $400.000 \times (€ 100 - € 95) = € 2.000.000$.

Ad b

$$\text{aantal nieuwe aandelen}(m) = \frac{\text{gewenste opbrengst emissie}}{\text{emissieprijs}} = \frac{€ 8.000.000}{€ 70} = 114.285,71$$

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:

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

$$\frac{€46.000.000}{400.000 + 114.285,71} = €89,4444 \text{ (afgerond)}$$

De waarde van een claim kan als volgt worden berekend:

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

De *vermijdbare* waardedaling van de oude aandelen bedraagt in totaal: $400.000 \times (€95 - €89,4444) = €2.222.222,22$. Deze *vermijdbare* waardedaling wordt volledig gecompenseerd door de waarde van de claims = $400.000 \times €5,5555$ (afgerond) = $€2.222.222,22$.

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 $€5,55 : 2 = 2,7777$ (afgerond). De totale waarde van de claims is dan weer: $800.000 \times €2,7777 = €2.222.222,22$.

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' waardestijging (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 afstemmen 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

Bonus-aandelen**Agioreserve
Agiobonus**

aandelen worden verstrekt, worden bonusaandelen genoemd. Als de uitgifte ten laste van de agioreserve komt, is er sprake van een agiobonus. Een agiobonus van bijvoorbeeld € 200.000 leidt tot de volgende wijziging op de balans:

Activa	Balans	Passiva
	Aandelenvermogen	+ € 200.000
	Agioreserve	– € 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.

Her-kapitalisatie

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 Nutreco nv.

WEBSITE NUTRECO (INVESTORS RELATIONS)

Aandelensplitsing Nutreco

Shareholders information

Nutreco has been listed on the NYSE Euronext Amsterdam exchange since 3 June 1997 and is part of the Amsterdam Midkap Index (AMX) and the Next 150 Index.

Share split

The General Meeting of Shareholders held on 28 March 2013 authorised a 1:2

share split. Each ordinary share with a nominal value of € 0.24 was split into two shares with a nominal value of € 0.12. The newly split shares (ISIN code NL0010395208) started trading on Thursday 2 May 2013. The NUO Euronext symbol remained unchanged.

Een hoge beurswaarde van een aandeel heeft als nadeel dat de verhandelbaarheid geringer wordt. Dit heeft een negatief effect op de beurskoers. Bij Nutreco 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 Nutreco nv ongeveer halveren.

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.

Stockdividend

Cashdividend

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 ongeveer verdubbelen. De totale waarde van de onderneming ondergaat door afstempeling van aandelen in het algemeen geen wijziging.

Afstempelen van aandelen

1.8 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.

Vreemd vermogen

Tijdelijk vermogen

Permanent vermogen

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 1.4 geeft dit schematisch weer.

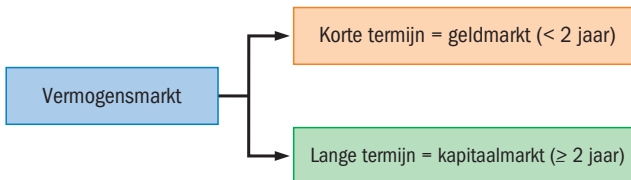
Tot de kapitaalmarkt behoort ook de vraag naar en het aanbod van eigen vermogen (de aandelenmarkt). Deze vorm van vermogen staat permanent ter beschikking van de onderneming.

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
Vermogens-
markt

FIGUUR 1.4 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)
- converterbare obligatie
- overige leningen op lange termijn:

- obligatie met warrant
- onderhandse lening
- hypothecaire lening
- achtergestelde lening

1.9.1 Obligatieleningen

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 Necigef 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).

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

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.

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.

Ook algemene banken zoals de ABN AMRO-bank, ING-bank en Rabobank kunnen pandbrieven uitgeven. Zo heeft de Rabobank in mei 2017 besloten pandbrieven te gaan uitgeven die worden gedekt (covered) door reeds verstrekte hypothecaire leningen. Deze gedekte pandbrieven heten in het Engels Covered Bonds. Het volgende artikel gaat daarover.

Obligatielening

Dematerialisatie

Redenominatie

Staatsobligaties

Pandbrieven

Trustee

Bulletlening

Covered Bonds

Rabobank gaat flink deel hypotheekportefeuille verpanden

Rabobank gaat de komende jaren voor maar liefst € 25 mrd aan pandbrieven uitgeven, zogeheten **covered bonds**. Het is voor het eerst in het bestaan van de bank dat het goedkope obligaties die worden gedekt door hypotheekleningen gaat verkopen. Het vorige bestuur van de bank vond dit een teken van zwakte.

Roadshow om lening aan de man te brengen

Rabobank heeft het programma donderdag gelanceerd, naar eigen zeggen met als doel om de fundingmix van de bank te diversifiëren. De bank gaat elk jaar één à twee uitgiftes doen en begint nu met een roadshow om de eerste lening aan de man te brengen. Hoe groot de eerste uitgifte wordt, is nog onbekend.

De keuze voor pandbrieven is opmerkelijk, tot voor kort zag Rabobank weinig in dit soort papier. Als een bank covered bonds uitgeeft, krijgen beleggers in het papier hypotheekleningen van hoge kwaliteit als onderpand. Mocht Rabobank in de problemen komen en niet meer kunnen aflossen, dan ligt onder de obligatie een stapel Nederlandse hypotheekleningen met een waarde die in theorie hoger is dan de obligatie.

Door de stevige zekerheden zijn covered bonds voor banken goedkoop om uit te geven.

Volgens analist Joost Beaumont van ABN AMRO wordt er bij een looptijd van tien jaar door beleggers een opslag van een paar basispunten betaald op de risicovrije rente, oftewel 0,75%.

Opmerkelijke keuze

Nederlandse banken ING, ABN AMRO en Volksbank geven ze regelmatig uit. Rabobank voegt zich nu voor het eerst dus ook

in dit rijtje. Vooral de vorige cfo van Rabobank Bert Bruggink was een fervent tegenstander van covered bonds. Als het echt misgaat met de bank zijn andere obligatiehouders een deel van de assets van de bank kwijt, die zijn immers al verpand aan de houders van covered bonds. Een sterk gekapitaliseerde bank heeft dergelijk papier niet nodig, zo vond hij.

Ommezwaai onder nieuwe cfo

Onder de nieuwe cfo Bas Brouwers heeft Rabobank een ommezwaai gemaakt. Met een meerjarig programma van € 25 mrd worden covered bonds een stevig onderdeel van de funding van de bank. Jaarlijks haalt Rabobank ongeveer € 15 mrd aan funding op. Eerder besloot Rabo ook al mee te doen aan het TLTRO-programma van de ECB, waaronder banken goedkoop geld kunnen aantrekken.

Het onderpand van de uit te geven covered bonds van Rabobank worden Nederlandse hypotheekleningen van hoge kwaliteit, waarvan de lening niet meer mag bedragen dan 80% van de waarde van de woning. Rabobank mikt op een AAA-rating van kredietbeoordelingsbureau Moody's voor het papier.

Doel: ruimte creëren op de balans

De keerzijde van het covered bond-programma is dat Rabobank de onderliggende hypotheekleningen niet meer direct kan verkopen aan beleggers. In eerste instantie was de bank van plan om grote plukken hypotheekleningen helemaal door te zetten naar beleggers, om zo ruimte te creëren op de balans en kapitaal vrij te spelen. Dat laatste bleek echter lastig in praktijk te brengen en tot nu toe hebben er maar enkele transacties plaatsgevonden. De concrete doelstelling van balanskrimp is losgelaten.



Rabobank adverteerde vorig jaar met de slogan 'Hypotheek binnen een week.'

In de markt wordt verheugd gereageerd op het besluit van Rabobank. 'Het is spannend nieuws, Rabobank is een grote naam en er is ontzettend veel vraag naar

covered bonds,' zegt een analist van een grote bank.

Pensioenfondsen en verzekeraars

Dit jaar is er in Europa nog erg weinig aanbod van pandbrieven, de volumes liggen met circa € 55 mrd 30% onder die van vorig jaar. Banken kiezen vaker voor het TLTRO-programma van de ECB en de uitgifte van achtergesteld papier. Maar terwijl het aanbod tegenvalt, moeten partijen als pensioenfondsen en verzekeraars vanuit het oogpunt van spreiding wel een deel van het portefeuille in covered bonds steken. Zij lopen echter ook nog op tegen de opkooponger van de ECB, die volgens handelaren bij elke nieuwe uitgifte tot soms de helft van het totaal opslokt.

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.

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.

Risicovrije
belegging

Hypothecaire
obligatielening

Achtergestelde obligatielening

Het kan ook voorkomen dat de obligatiehouders met minder rechten dan de gewone (concurrerend) crediteuren van de onderneming genoeg 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.

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

Achtergestelde
obligatieleningen

Kapitaal-
obligaties

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

Zerocoupon-
bond

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 (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 ook staatsobligaties de status van junkbond kunnen krijgen. De vergoeding die de beleggers ontvangen voor het extra risico is echter beperkt, waardoor de rente op Spaanse staatsobligaties blijft 'hangen' op 4,26%.

Junkbond

HET FINANCIEELE DAGBLAD, 29 APRIL 2013

High yield en compensatie voor risico

VAN ONZE REDACTEUR
Amsterdam

Spanje kent een recordwerkloosheid en heeft aangegeven pas in 2016 te kunnen voldoen aan de Europese begrotingsnorm van een tekort van 3%. De rente van dat land staat niettemin onder de 4,3%. 'Dat is veel te duur voor wat je krijgt,' zegt een obligatiekenner. Maar een andere handelaar vraagt zich af wat het alterna-

tief zou zijn. Het land is nog steeds 'investment grade,' al staat de outlook op negatief. 'Wat krijg je voor een dubbel-B-bedrijfsobligatie? Misschien 3%? Spanje staat nu op 4,26%. Volgens verschillende economen en fondsbeheerders zijn de rentes voor high yield-bedrijfsobligaties wel erg hard gedaald. Zogeheten 'high yield corporates' zijn schulden van bedrijven met een lage kredietwaardigheid. Beleggers willen

daarom een hogere vergoeding voor het risico dat ze lopen dan bij een investment grade obligatie – schuld van een land of bedrijf met een redelijke kredietwaardigheid.

Maar door wat de ‘dorst naar rendement’ is gaan heten, is er veel geld gevloeid naar de high yield-markt. Dus stegen de koersen en zijn de rentes gedaald. Volgens verschillende fondsbeheerders weerspiegelen de koersen niet meer het risico dat beleggers lopen.

De handelaar noemt Spaanse staatsobligaties ‘reëel geprijsd’. ‘Al zou ik eerder geneigd zijn het papier te verkopen. De koersen zijn hard opgelopen.’

In juli 2012 stond de tienjaarsrente van Spanje nog op 7,6%. Maar toen was er onder beleggers in de periferie de vrees dat ze hun geld zouden kwijtraken. ‘Dat was het complete rampscenario. En dat is niet uitgekomen. Maar Spanje heeft het fundamenteel lastiger dan Italië, met de jeugdwerkloosheid en de huizenmarkt.’

Standard & Poor’s (zie www.standardandpoors.com) en Moody’s (zie www.moody.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.



1.9.2 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 omwisselingsverhouding: 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

Converteerbare obligatie

MC1.10

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. 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

Glencore Finance (Europe) S.A. heeft in september 2011 een tweede deel (secondary sale) van haar converteerbare obligatielening uitgegeven. De totale omvang van de lening bedraagt \$ 2.300 miljoen. Dit bedrag wordt in gedeelten op de markt gebracht. De nominale waarde van de lening die in september 2011 op de markt is gebracht, bedraagt \$ 800 miljoen.

In het volgende persbericht (summary term sheet / 7 september 2011) wordt een samenvatting gegeven van het officiële prospectus. Daaruit blijkt dat de nominale rente 5% bedraagt en het einde van de looptijd 2014 is.

THIS TERM SHEET COMPROMISES ONLY A SUMMARY OF THE TERMS OF THE USD 2,300,000,000 GLENCORE 5 PER CENT. CONVERTIBLE BONDS DUE 2014 ISSUED BY GLENCORE FINANCE (EUROPE) S.A. (THE "BONDS"). THE FULL TERMS AND CONDITIONS OF SUCH BONDS ARE AVAILABLE ON THE WEBSITE OF THE LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE OR ON BLOOMBERG. BEFORE MAKING ANY INVESTMENT DECISION AND ENTERING INTO ANY TRANSACTION IN RELATION TO THE BONDS, YOU SHOULD TAKE STEPS TO ENSURE THAT YOU UNDERSTAND THE TRANSACTION AND HAVE MADE AN INDEPENDENT ASSESSMENT OF

THE APPROPRIATENESS OF THE TRANSACTION IN THE LIGHT OF YOUR OWN OBJECTIVES. YOU SHOULD MAKE SURE THAT YOU HAVE SUFFICIENT INFORMATION AVAILABLE IN RELATION TO THE ISSUER AND THE BONDS BEFORE MAKING AN INVESTMENT IN THE BONDS.

NOT FOR DISTRIBUTION IN OR INTO THE UNITED STATES OR TO U.S. PERSONS, CANADA, AUSTRALIA, OR JAPAN, OR IN OR INTO ANY JURISDICTION IN WHICH SUCH DISTRIBUTION WOULD BE PROHIBITED BY APPLICABLE LAW.

THIS IS NOT AN OFFERING MEMORANDUM OR OFFERING CIRCULAR OR PROSPECTUS OR LISTING PARTICULARS AND SHOULD NOT BE TREATED AS OFFERING MATERIAL OF ANY SORT AND IS FOR INFORMATION PURPOSES ONLY.

Summary Term Sheet/7 September 2011

GLENCORE FINANCE (EUROPE) S.A.

SECONDARY SALE OF 5 PER CENT. CONVERTIBLE BONDS DUE 2014 CONVERTIBLE INTO ORDINARY SHARES OF GLENCORE INTERNATIONAL PLC (THE "BONDS")

Details of the offer

Principal Amount Offered	U.S.\$800 million
Offer Price	133.6% - 136.6% plus Accrued Interest
Reference Share Price	U.S.\$6.78 calculated as the product of: <ul style="list-style-type: none"> • (i) GBP 4.25 • (ii) GBP/U.S.\$ rate fixed at 1.595
Accrued Interest	1.01389% of the principal amount, U.S.\$1,013.89 per U.S.\$100,000 principal amount of Bond
Launch Date	7 september 2011
Pricing Date	Expected 8 September 2011
Settlement Date	13 September 2011
Bookrunners	Credit Suisse, Morgan Stanley

Summary Terms of the Bonds

Issuer	Glencore Finance (Europe) S.A. (the "Issuer")
Investor Conversion Right	The Bonds are convertible into Shares at the option of the Bondholders at the Conversion Ratio in effect on the relevant Conversion Date at any time ending on the 14 th day prior to the Maturity Date. In cases of exercise of the Conversion Right by a Bondholder, the Bonds will cease to bear interest from the Interest Payment Date immediately preceding the relevant Conversion Date.

Prevailing Conversion Ratio	<p>As of the date of this Summary Term Sheet the Conversion Ratio is 17,540.6333 Shares per U.S.\$100,000 principal amount of Bond.</p> <p>It is expected that the Conversion Ratio will be adjusted according to the terms & conditions of the Bonds on or around 23 September 2011 as a result of the dividend announced by Glencore International plc on 24 August 2011.</p> <p>Based on a GBPUSD FX rate of 1.5950, the estimated New Conversion Ratio is 17,679.6110 Shares per U.S.\$100,000 principal amount of Bond.</p>
Issuer Conversion Right	<p>The Bonds are convertible into Shares at the option of the Issuer by converting all but not some only of the Bonds, unless previously converted by the Bondholders, at the Conversion Ratio in effect on the relevant Conversion Date, at any time during the period beginning 24 november 2012 (18 months after the Listing Date) and ending on the 14th day prior to the Maturity Date: provided that the Parity Value on each of at least 20 dealing days in any period of 30 consecutive dealing days ending not earlier than seven days prior to the giving of the relevant Issuer Conversion Right Notice shall have exceeded U.S.\$150,000.</p> <p>“Parity Value” means, in respect of any dealing day, the amount calculated as follows: $PV = N \times VWAP$ PV the Parity Value N the number of Shares that would fall to be issued or delivered on the exercise of Conversion Rights in respect of a Bond in the principal amount of U.S.\$100,000, assuming the Conversion Date to be such dealing day.</p> <p>VWAP the Volume Weighted Average Price of a Share on such dealing day translated, if not in US dollars, into US dollars at the Prevailing Rate on such dealing day</p>
Listing Date	24 May 2011 (listing date of the Shares)
Governing Law	English Law

Listing	The Bonds are listed on the Euro MTF Market of the Luxembourg Stock Exchange
Clearing Systems	Clearstream (Luxembourg) and Euroclear
Clearing codes	ISIN Code: XS0475310396 Common Code: 047531039

Toelichting

In de financiële wereld is het belangrijk dat je de Engelse taal beheerst. Veel officiële stukken zijn in de Engelse taal opgesteld. Dat is ook het geval bij de emissie van deze converteerbare obligaties. De uitgever ('Issuer') van de converteerbare obligaties legt ook duidelijk een stuk verantwoordelijkheid bij de belegger: 'You should take steps to ensure that you understand the transaction ...'.

De nominale waarde van een obligatie bedraagt U.S.\$100.000. Als de houders van deze converteerbare obligatie gebruikmaken van hun conversierecht, krijgen ze in ruil daarvoor 17.679,6110 aandelen (expected 'New Conversion Ratio') van Glencore International plc.

Ook Glencore Finance heeft een (voorwaardelijk) recht om de (niet-geconverteerde) obligaties om te zetten in aandelen van Glencore International plc. De voorwaarde is dat de waarde van de aandelen voldoende gestegen moet zijn. De conversiewaarde ('Parity Value') van de converteerbare obligatie moet minimaal U.S. \$ 150.000 bedragen. Dat betekent - als we uitgaan van de 'estimated New Conversion Ratio' van 17.679,6110 - dat de (gemiddelde) beurswaarde van het aandeel Glencore International plc U.S.\$ 8,4843 moet bedragen. Immers $U.S.\$150.000 : 17.679,6110 = \$ 8,4843$. De 'Parity Value' = $N \times VWAP$. Het aantal te verkrijgen aandelen = $N = 17.679,6110$ (tenzij de Conversion Ratio nog wordt aangepast);

$VWAP = U.S.\$ 8,4843$ (stel dat dit bedrag 'the Volume Weighted Average Price of a Share' is).

Dan geldt: $N \times VWAP = 17.679,6110 \times U.S.\$ 8,4843 = U.S.\150.000 .

Ook geeft Glencore Europe duidelijk aan welke wetgeving van toepassing is (English law) en dat de informatie in dit persbericht niet bestemd is voor 'THE UNITED STATES OR TO U.S. PERSONS, CANADA, AUSTRALIA, OR JAPAN, OR IN OR INTO ANY JURISDICTION IN WHICH SUCH DISTRIBUTION WOULD BE PROHIBITED BY APPLICABLE LAW'.

De bookrunners zijn de banken die deze emissie van obligaties verzorgen. Hier zijn dat Credit Suisse en Morgan Stanley.

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.

Conversie-
waarde

VOORBEELD 1.7

Meubelfabrikant Townmeubel nv heeft op 1 maart 2016 een 4% converteerbare obligatielening uitgegeven, die in de periode 1 maart 2017 tot 1 maart 2021 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 2018 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 2018) 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 converteerbare obligaties + € 600 = 2 aandelen

3 converteerbare obligaties + € 600 = 2 × € 2.790

3 converteerbare obligaties = € 5.580 – € 600 = € 4.980

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

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.

Verkoop van de converteerbare obligatie op de beurs (voor € 1.700) levert meer op dan een conversie van de obligatie (opbrengst = conversiewaarde = € 1.660).

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 obligatie 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 contacten 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 of 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

Premie boven de conversiewaarde

❖ V1.4 t/m V1.7

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*. De reverse exchangeable heeft een korte looptijd (meestal twee jaar) en een couponrente die hoog is in verhouding tot de marktrente. 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.

Reverse
exchangeable

◆ MCI.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

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 (waarvoor 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 daarom 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 calloptie met een aantal specifieke kenmerken. Een kenmerkend verschil tussen een warrant en een calloptie is dat het recht (de warrant) niet wordt verleend door een optiehandelaar (market maker), maar door de onderneming 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.

Obligatie met
warrant

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).

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.

Onderhandse
lening

Institutionele
belegger

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 bepaling 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.

Obligatieclausule

◆ MC1.10

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.

Hypothecaire 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 vóórdat 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 ongekennde 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.

HET FINANCIËELE DAGBLAD, 4 NOVEMBER 2009

Lloyds komt met nieuw type bankkapitaal

VAN ONZE REDACTEUR

AMSTERDAM — De Lloyds Bank ing 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 kapitaaleisen formuleert – dat de kwaliteit omhoog moet. Vooral 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 voelen 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.

Toelichting

Bufferkapitaal

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 creditoren). 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 convertible bonds worden ook wel CoCo's genoemd.

Contingent core tier-1 securities

CoCo's

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 bedrijfstakken en overheden kunnen op de geldmarkt zelfstandig opereren.

Refirente

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-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 geldmarktinterest.

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

Rekening-courant

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.

Termijn-deposito

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

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.

Leverancierskrediet

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 (Vooruit ontvangen bedragen)

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 aanbeting 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 bedraagt twee jaar of meer.



De Rabobank heeft een Structured Medium-Term Note (SMTN) programma lopen ter grootte van € 15.000.000.000. Een 'programma' betekent dat deze lening niet ineens maar in delen wordt uitgegeven. Voor de uitgifte van deze medium-term notes wordt een apart prospectus opgesteld, waarin alle voorwaarden, risico's en nog veel meer zaken worden beschreven. Het basisprospectus bij dit SMTN-programma bestaat alleen al uit 508 pagina's en is uitsluitend in de Engelse taal opgesteld. We geven slechts een klein gedeelte van de eerste pagina weer.

WWW.RABOBANK.NL

The date of this **Base Prospectus** is
10 June 2016.

Coöperatieve Rabobank U.A. (Rabobank
Structured Products)
(a cooperative (coöperatie) formed under
the laws of the Netherlands with its statu-
tory seat in Amsterdam, the Netherlands)
EUR 15,000,000,000 Structured Medium-
Term Note Programme
Due from seven days to perpetuity

Under the EUR 15,000,000,000 Structured
Medium-Term Note Programme (the

'Programme'), described in this base
prospectus (the 'Base Prospectus')
Coöperatieve Rabobank U.A. (the 'Issuer',
'Coöperatieve Rabobank U.A. (Rabobank
Structured Products)' or 'Rabobank
Structured Products' may, subject to
compliance with all relevant laws, regula-
tions and directives, from time to time is-
sue medium-term notes (the 'Notes').

The aggregate nominal amount of Notes
outstanding will not at any time exceed
EUR 15,000,000,000 (or the equivalent in
other currencies).

Toelichting

Uit het basis-prospectus blijkt dat de totale omvang van dit programma niet meer zal bedragen dan € 15.000.000.000. Op het moment dat een gedeelte van deze lening wordt uitgegeven en/of de omstandigheden zijn gewijzigd, wordt een **supplement** op het base-prospectus uitgebracht. Op 8 juli 2016 was daarvan reeds sprake, zoals uit het onderstaande 'Base prospectus Supplement' blijkt. Als een woord is geplaatst tussen '.....' betekent dat dat het een begrip is dat in het prospectus (regelmatig) wordt gebruikt.

The date of this Base Prospectus **Supplement** is 8 July 2016.

BASE PROSPECTUS SUPPLEMENT
Coöperatieve Rabobank U.A. (Rabobank Structured Products)
(a coöperatie formed under the laws of the Netherlands with its statutory seat in Amsterdam, the Netherlands)
EUR 15,000,000,000 Structured Medium-Term Note Programme
Due from seven days to perpetuity

This Base Prospectus Supplement is supplemental to, and should be read in con-

junction with, the base prospectus dated 10 June 2016 (the 'Base Prospectus').

Capitalised terms used but not otherwise defined in this Base Prospectus Supplement shall have the meanings ascribed thereto in the Base Prospectus. To the extent that there is any inconsistency between (a) any statement in this Base Prospectus Supplement or any statement incorporated by reference into the Base Prospectus by this Base Prospectus Supplement and (b) any other statement in or incorporated by reference into the Base Prospectus, the statements in (a) will prevail.

Toelichting

Het basis-prospectus supplement van 8 juli 2016 heeft slechts een omvang van drie pagina's. Als er sprake zou (kunnen) zijn van enige tegenstrijdigheid tussen het basis-prospectus supplement (b) en het basis-prospectus (a) dan geldt hetgeen in het basis-prospectus (a) staat beschreven. Op 16 februari 2017 is al het derde supplement op het basis-prospectus verschenen.

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.

Voorziening

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 Vermogensaantrekking in het MKB

1.12.1 Karaktistieken MKB

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 obligatieemissie 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 verstreken 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 vermogensaanreiking, met name van banken
- speciale overheidsfaciliteiten

1.12.2 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.

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 2018 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%

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

$$g_s = (1 - 0,8) \times 24\% = 4,8\% \text{ (= houdbare groei van de omzet)}$$

De verhouding tussen omzet en activa is 4 : 1.

Wanneer de omzet van de onderneming inderdaad met 4,8% stijgt, dan zullen in 2019 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 2018 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 2019 gelijk aan het jaar 2018. 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).

Financierings-
gap

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 conver-
sion 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 geldontvangst in verband met 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

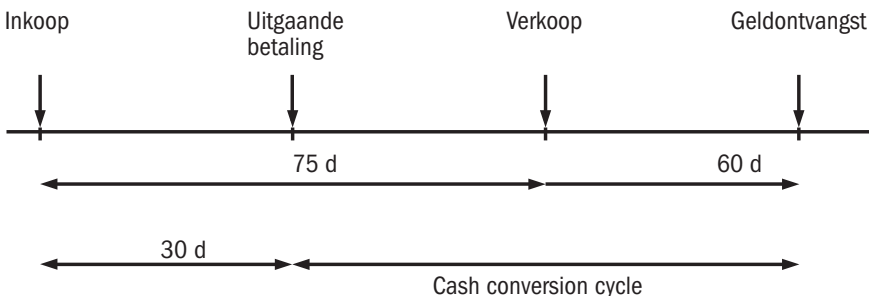
Voor een onderneming geldt het volgende:

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: 75 dagen + 60 dagen
– 30 dagen = 105 dagen.

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

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

Gedeeltelijk vindt financiering plaats door

leverancierskrediet:	$30/365 \times \text{€} 600.000 =$	<u>€ 49.315 –</u>
Het netto vermogensbeslag bedraagt		<u>€ 205.480</u>

Stel dat de onderneming erin slaagt om de gemiddelde opslagduur van de voorraden te beperken tot 40 dagen (in plaats van 75 dagen).

De cash conversion cycle wordt dan teruggebracht tot 70 dagen (in plaats van 75 dagen).

Het gemiddeld voorraadniveau daalt hierdoor tot € 65.753 (= $40/365 \times \text{€} 600.000$). 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 vermogensaantrekking

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 onttrekkingen 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.

Zekerheden

Zakelijke zekerheden zijn het recht van hypotheek en het pandrecht.

Het recht van hypotheek kan gevestigd worden op zogenoemde registergoederen (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.

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.

Pandrecht

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.

Stampandakte

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.

Bankpandrecht

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 dekingspercentages 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.

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.

Borgtocht

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.

VOORBEELD 1.10

Frits van Gelderen is directeur-grotaandeelhouder 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.

We behandelen achtereenvolgens het Innovatiekrediet, de Seed Capital-regeling, Dutch Venture Initiative, de regionale ontwikkelingsmaatschappij, de Borgstelling MKB-kredieten, de Groeifaciliteit en de Garantie Ondernemingsfinanciering.

Innovatiekrediet

Het innovatiekrediet is een krediet dat door de overheid wordt verstrekt voor de financiering van veelbelovende innovatieve projecten. Deze projecten moeten binnen enkele jaren leiden tot een nieuw product of een nieuw medicijn. Het krediet bedraagt maximaal € 10 mln en is bestemd om een gedeelte van de ontwikkelingskosten van het nieuwe product te financieren. Welk deel van de ontwikkelingskosten als krediet kan worden verstrekt, hangt mede af van de omvang van de onderneming en van het al dan niet samenwerken met andere bedrijven.

Omvang onderneming	Gedeelte van de ontwikkelingskosten dat maximaal gefinancierd kan worden:	
	<i>Als de onderneming als solist innoveert</i>	<i>Als de onderneming samenwerkt</i>
Klein	45%	50%
Middelgroot	35%	50%
Groot	25%	40%

Na afloop van het project moet het krediet worden terugbetaald. Over het krediet moet ook rente worden betaald.

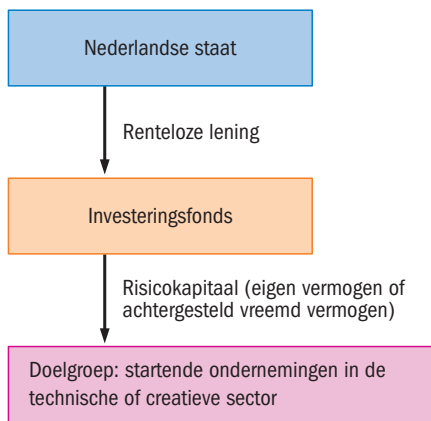
Om in aanmerking te komen voor het innovatiekrediet moet aan een aantal voorwaarden worden voldaan. Het moet een nieuw technologisch of klinisch product (medicijn) betreffen binnen het MKB-segment. Om de kre-

dietaanvraag te vergemakkelijken kan gebruik worden gemaakt van de 'Quickscan Innovatiekrediet', het Aanvraagformulier Innovatiekrediet en het Financieel format Innovatiekrediet (zie www.rvo.nl). Samen met het aanvraagformulier moeten een businessplan, een projectplan en een financieel plan worden ingediend.

Seed Capital-regeling

Via deze regeling verstrekt het ministerie van Economische Zaken kapitaal aan investeringsfondsen die met risicokapitaal investeren in innovatieve ondernemers op technologisch of creatief gebied. De Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (www.rvo.nl) heeft het aanvraagproces in drie fasen opgesplitst: 1. het idee, 2. het concept fondsplan en 3. de aanvraag. Het fondsplan moet een gedetailleerd beeld geven van de investeringsactiviteiten van het startersfonds (investeringsfonds) waarvoor subsidie wordt aangevraagd. Daarbij moet worden aangegeven in welke doelgroepen het fonds wil investeren, wat het technologische terrein is van deze technostarters en/of de creatieve sector van deze creatieve starters.

Seed Capital

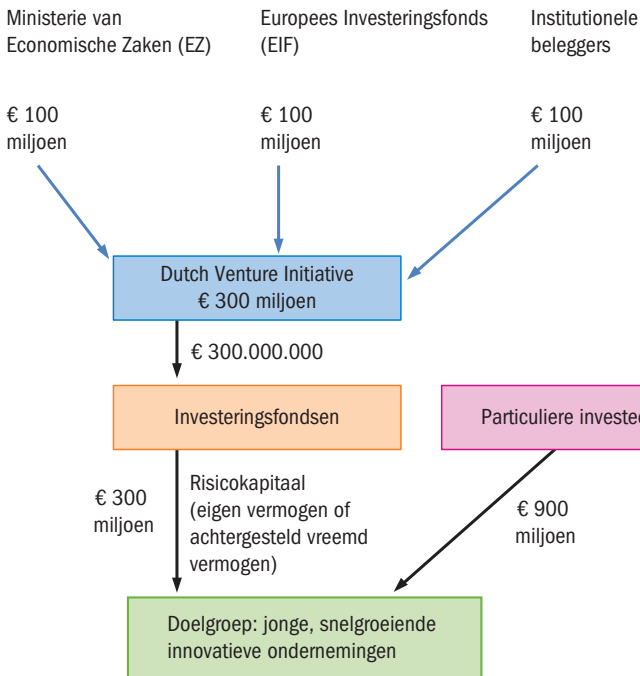


Innovatiefonds Dutch Venture Initiative-2

In 2016 is een tweede investeringsfonds opgezet, dat kan leiden tot € 1,2 miljard aan extra investeringskapitaal voor jonge, snelgroeiende en innovatieve bedrijven. Dit Dutch Venture Initiative-2 fonds (DVI-2) is de opvolger van het succesvolle DVI-1. Het fonds is bedoeld om snelgroeiende bedrijven betere toegang tot investeringskapitaal te geven en andere private investeerders aan te trekken.

Innovatiefonds

Het ministerie van Economische Zaken (EZ) en het Europees Investeringsfonds (EIF) dragen ieder € 100 mln euro bij aan het fonds. Institutionele beleggers dragen ook € 100 mln euro bij aan DVI-2. De verwachting is dat samen met private partijen uiteindelijk circa € 1,2 miljard nieuwe financiering beschikbaar komt voor jonge snelgroeiende innovatieve bedrijven. DVI-2 investeert in andere investeringsfondsen, het verstrekt geen rechtstreeks krediet aan ondernemers. In grote lijnen kunnen we de werking van Dutch Venture Initiative als volgt voorstellen.



Regionale ontwikkelingsmaatschappij

Regionale ontwikkelingsmaatschappij (ROM)

Regionale ontwikkelingsmaatschappijen hebben als doel het stimuleren van de regionale economie en het bevorderen van regionaal ondernemerschap. Dit zou moeten leiden tot meer bedrijvigheid en meer werkgelegenheid in de regio. Het ministerie van Economische Zaken (EZ) participeert in vijf ROM's: Noordelijke OntwikkelingsMaatschappij (NOM), Oost NV, Brabantse OntwikkelingsMaatschappij (BOM), Limburgs Instituut voor OntwikkelingsFinanciering (LIOF) en Innovation Quarter (IQ). Een ROM bestaat uit een ontwikkelingsbedrijf en een participatiebedrijf. Het ontwikkelingsbedrijf heeft twee kerntaken: business development (het verbeteren van de structuur van de economie) en acquisitie (het aantrekken en met elkaar in contact brengen van veelbelovende innovatieve ondernemingen). De ROM's ontvangen subsidies van EZ en van de betreffende provincies voor het uitvoeren van de taken van het ontwikkelingsbedrijf. Het participatiebedrijf heeft als kerntaak het verstrekken van risicodragend kapitaal aan veelbelovende nieuwe ondernemingen (zogenoemde start-ups). De aandeelhouders van het participatiebedrijf (EZ en provincies) stellen bepaalde eisen aan het te realiseren rendement op het aandelenvermogen dat ze aan het participatiebedrijf beschikbaar stellen. De exploitatiekosten van het participatiebedrijf moeten uit de opbrengsten van het participatiebedrijf worden bekostigd. Voor de financiering van MKB-bedrijven is vooral het participatiebedrijf van belang.

Borgstelling MKB-kredieten

Borgstelling MKB (BMKB)

De Borgstelling MKB-kredieten (BMKB) 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 regels die bij een borgstellingskrediet gelden (zoals de omvang, looptijd, aflossing en opschorting) zijn afhankelijk van het type onderneming (startende of gevestigde onderneming) en het doel van de lening. Uiterlijk zes maanden na de kredietondertekening moet met aflossen worden begonnen. Afhankelijk van het type borgstelling en onderneming is het mogelijk om de lening voor een bepaalde duur op te schorten. Voor starters en innovatieve ondernemingen bestaan extra faciliteiten.

Groefaciliteit

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

Groefaciliteit

Participatiemaatschappijen



Garantie Ondernemingsfinanciering (GO)

Ondernemingen ondervinden sinds de financiële crisis problemen bij het verkrijgen van bankleningen en bankgaranties. De overheid probeert dit makkelijker te maken met de Garantie Ondernemingsfinanciering (GO). Door de GO kunnen banken een 50% staatsgarantie krijgen op middelgrote en grote leningen tot een maximum van € 150 mln. Door die staatsgarantie wordt het risico voor de bank op te verstrekken bedrijfsfinanciering kleiner. Dit vergroot voor banken de mogelijkheden om geld uit te lenen. Sinds 2009 hebben de deelnemende banken voor ruim € 24 miljard GO-leningen verstrekt. De overheid heeft dus voor meer dan € 1,2 miljard aan garanties afgegeven. Voor deze garantiestelling betaalt de geldverstreckende bank een (voor de overheid kostendekkende) provisie aan de Nederlandse staat.

Garantie Ondernemingsfinanciering

Voor wie?

De GO-regeling is voor ondernemers die krediet nodig hebben. De regeling is voor (middel)grote ondernemingen met substantiële activiteiten in Nederland. GO staat ook open voor ondernemers in Bonaire, Sint Eustatius en Saba.

Redenen voor banken en bedrijven om de GO te gebruiken:

- mogelijkheid voor bedrijven om financiering voor elkaar te krijgen die anders niet mogelijk was geweest
- mogelijkheid voor de bank om krediet uit te breiden als de limiet op één klant bijna is bereikt
- bij grote dekkingstekorten is de GO-regeling een uitkomst
- lager kapitaalsbeslag voor de bank
- het is een eenvoudige regeling voor de bank

Nadere informatie over de Garantie Ondernemingsfinanciering (GO) is verkrijgbaar op www.rvo.nl of <http://wetten.overheid.nl>.

Naast het BMKB en GO is er een aantal fiscale regelingen die het verstrekken van leningen aan startende ondernemingen stimuleren. De risico's voor de verstreckers van leningen aan startende ondernemingen zijn hoger dan normaal. Dergelijke leningen worden daarom ook wel aangeduid met de term 'durfkapitaal'.

1.12.6 Nieuwe ontwikkelingen MKB-financiering

Van oudsher vervullen banken (zoals Rabobank, ABN AMRO en ING) een belangrijke rol bij de financiering van het MKB. Als gevolg van de financiële crisis worden de laatste jaren aan banken hogere eisen gesteld ten aanzien van hun buffers om eventuele verliezen op te vangen. Dit heeft er mede toe geleid dat banken hogere eisen zijn gaan stellen aan de bedrijven die een kredietaanvraag indienen. Onder andere MKB-bedrijven die bij een bank een kredietaanvraag indienden, ontvingen vaker een afwijzing. In het volgende artikel komt dat ook aan de orde.

HET FINANCIËLE DAGBLAD, 17 JANUARI 2017

Banken in Nederland strenger met MKB-leningen

Nederlandse banken hebben hun eisen voor het verstrekken van leningen aan bedrijven opgeschroefd. In de rest van de eurozone was daar geen sprake van. Dat blijkt uit de Bank Lending Survey van de Europese Centrale Bank (ECB) over het vierde kwartaal 2016.

De redenen die de Nederlandse banken aandragen voor de verscherpte eisen zijn een lagere risicotolerantie van de banken en een veranderde inschatting van de risico's van lenen aan het midden- en kleinbedrijf. De vraag naar leningen nam wel toe, het aantal afwijzingen daalde iets.

Gunstiger voorwaarden

In het hele eurogebied nam de vraag naar leningen toe. De leningen werden verstrekt tegen gunstiger voorwaarden voor zowel bedrijfsleningen, hypotheekleningen als consumentenkrediet. Dit gaat ten koste van de marges die de banken op deze leningen maken.

De stijgende vraag was voornamelijk te danken aan de groeiende vraag naar hypotheekleningen. Oorzaken voor die stijging zijn de lage rentes, de vooruitzichten voor de woningmarkten en het gestegen consumentenvertrouwen. Vooral in Nederland en Italië was er veel vraag naar woningleningen.

Bedrijfsleven

Ook bij het bedrijfsleven nam de vraag naar krediet toe. Van de geraadpleegde banken zag netto 16 procentpunt meer vraag in plaats van minder. De redenen die zij aandroegen waren de lage rentes, het financieren van fusies en overnames en het herfinancieren van schulden. 'Het is teleurstellend om te zien dat maar een kleine netto 2 procentpunt van de banken aangaf dat de vraag van bedrijven steeg omdat er meer investeringen worden gedaan dan gepland', schreef ING-analist Teunis Brosens in een commentaar op de enquête.

Tegen deze achtergrond is het niet verwonderlijk dat bedrijven zijn gaan zoeken naar alternatieve financieringsbronnen. We bespreken Crowdfunding, Qredits en Kredietunies.

Crowdfunding

Crowdfunding

Crowdfunding is een vorm van financiering waarbij de geldgever en de geldvrager rechtstreeks aan elkaar worden gekoppeld. Bij crowdfunding trekt een onderneming vermogen aan bij vrienden, bekenden en andere geïnteresseerden, waaronder welvarende particulieren (investeerders). Crowdfunding vindt plaats buiten de reguliere banken zoals Rabobank, ABN AMRO en ING om.

DE TELEGRAAF, 20 JANUARI 2015

Crowdfunding voorbij de € 100 miljoen

Vier jaar na de lancering in Nederland van het financieringsfenomeen 'crowdfunding' is de mijlpaal van € 100 miljoen aan opgehaald kapitaal gehaald.

Dat meldt het crowdfundingadviesbureau Douw&Koren, dat voor het ministerie van Economische Zaken alle projecten in kaart brengt.

Crowdfunding is een manier voor bedrijven en instellingen om geld voor een project bij elkaar te harken bij vrienden, bekenden en andere geïnteresseerden. Het afgelopen jaar werd € 63 miljoen aan financiering opgehaald via crowdfunding voor 2.027 projecten en ondernemingen, zo telde Douw&Koren. De crowdfundingmarkt is daarmee opnieuw in een jaar tijd verdubbeld.

'Crowdfunding blijft groeien. Het ontwikkelt zich van innovatieve financieringsvorm naar meer mainstream. Naast bron van financiering wordt crowdfunding ook steeds vaker ingezet als marketinginstrument, waarbij een project of onderneming meer zichtbaarheid en draagvlak krijgt,' zegt Gijsbert Koren van Douw&Koren in een toelichting.

Het afgelopen jaar werd € 63 miljoen opgehaald, waarvan meer dan € 50 miljoen door ondernemingen (gemiddeld € 85.000). Maatschappelijke projecten (€ 10.000) en creatieve projecten (€ 7.000) waren duidelijk minder aantrekkelijk.

Volgens crowdfundingadviseur Ronald Kleverlaan van de CrowdfundingHub was

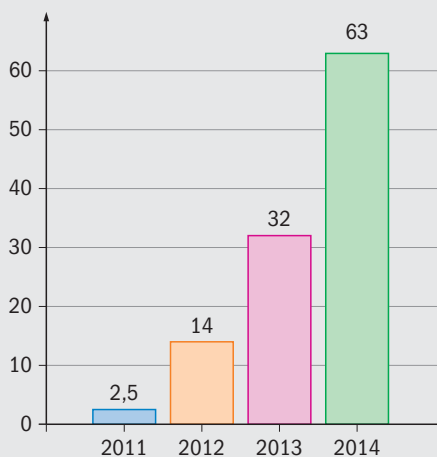
Snappcar het afgelopen jaar veruit het meest populaire crowdfundingproject.

Het autodeelproject haalde volgens hem € 560.000 op onder crowdfans.

Crowdfunding voorziet volgens de adviseurs in een sterke en blijvende behoefte om ondernemingen en projecten te financieren die sinds de economische crisis op zoek zijn naar nieuwe bronnen van kapitaal. Koren: 'We verwachten komend jaar een sterke groei van 'stapelfinanciering', waarbij ondernemers en projecteigenaren verschillende vormen van financieren combineren om tot een passende financieringsmix te komen.'

Crowdfunding

In miljoenen euro's



De nieuwe financieringsvormen leiden ertoe dat MKB-ondernemers zich intensiever met de financiering van hun onderneming moeten bezighouden. Zij moeten zich verdiepen in de financiële positie van hun onderneming waarbij ze kunnen terugvallen op gespecialiseerde bedrijven. Een voorbeeld daarvan is Credion (www.credion.nl). Credion is een adviesorganisatie, gestart in 2000 met inmiddels meer dan 40 vestigingen. Credion is gespecialiseerd in het verbeteren van de financiering van ondernemingen, waarbij naast crowdfunding ook leasing en factoring kunnen worden betrokken.

Wie is Qredits

Qredits helpt ondernemers met financiering tot € 250.000, coaching en tools.

We zijn een onafhankelijke en private kredietverstrekker met betrouwbare partners, zoals onder andere ING, Triodosbank, Accenture en de Goudse Verzekeringen. Qredits is een stichting met een ANBI-status. We hebben namelijk geen winstoogmerk. En in een wereld waar het juist draait om winst, kijken wij naar jou, als ondernemer. Waarbij de kern is om samen stappen te durven zetten. En dit alles doen we niet om winst te maken, maar om winst te laten maken!

Doel

Qredits helpt startende en bestaande ondernemers bij het succesvol starten van of investeren in hun bedrijf. Dit doen we door het aanbieden van ondernemerstools, coaching én het verstrekken van bedrijfskredieten tot € 250.000. Ons doel is om dromen van ondernemers mogelijk te maken. Vertrouwend op de kracht van het ondernemerschap, de kracht van een goed idee. Daarbij kijken wij liever naar de toekomst dan naar het verleden.

Missie

Qredits biedt coaching, Microkrediet en MKB-krediet aan (startende) ondernemers in het midden- en kleinbedrijf, die geen toegang hebben tot verschillende (financiële) diensten via het reguliere circuit, zodat zij economische, financiële en sociale onafhankelijkheid kunnen verkrijgen. Hiermee wil Qredits ondernemer-

schap bevorderen. Qredits doet dat door een combinatie van tools, coaching en kredietoplossingen voor (startende) ondernemers aan te bieden. Qredits beoogt hiermee:

- het starten van een eigen onderneming te stimuleren;
- (startende) ondernemers een weloverwogen keuze te laten maken voor het ondernemerschap;
- (startende) ondernemers meer starten overlevingskansen te bieden;
- (startende) ondernemers de mogelijkheid te geven om financieel/economisch onafhankelijk te worden;
- een brug te vormen voor deze (startende) ondernemers om door te groeien naar de reguliere financiële sector.

Aanpak

De aanpak van Qredits is anders dan van de meeste zakelijke kredietverstrekkers. Wij bieden veel persoonlijke aandacht en flexibiliteit aan onze klanten. Niet alleen in woorden, maar dit is in al onze producten en processen verwerkt. Voorbeelden hiervan zijn:

- beoordeling van je ondernemingsplan door een bedrijfsadviseur bij je thuis;
- we houden rekening met je persoonlijke situatie;
- vast aanspreekpunt na verstrekking van de lening;
- persoonlijke en betaalbare coachingsoplossingen;
- handige e-learnings die je helpen om je bedrijf op te bouwen.

Kredietunie

Kredietunie

Een kredietunie is een coöperatieve vereniging met uitgesloten aansprakelijkheid waarbij de leden bestaan uit geldgevers en geldvragers (geldnemers). Iedere kredietunie geeft aandelen of ledencertificaten uit of vraagt storting op een ledenrekening om eigen vermogen te vormen. De leden zijn niet verder aansprakelijk dan het bedrag dat ze aan de kredietunie beschikbaar hebben gesteld.

Kredietunies kunnen per branche of per regio worden opgericht. Enkele voorbeelden van kredietunies zijn: Kredietunie Stad Amsterdam (www.kredietuniestadamsterdam.nl), Kredietunie Brabant (www.kredietuniebeheer.nl), Kredietunie Midden-Nederland (www.kredietuniemiddennederland.nl), Kredietunie Eemsregio (www.kredietunie-eemsregio.nl) en Kredietunie Gooi en Vechtstreek (www.kredietuniegooienvechtstreek.nl). Nadere informatie over kredietunies is ook beschikbaar op www.dekredietunie.nl.

Nieuwe vormen van kredietverlening vragen in veel gevallen ook een aanpassing van de wetgeving, zoals uit het volgende artikel blijkt.

HET FINANCIËELE DAGBLAD, 4 MAART 2015

Initiatiefwet Kredietunies

Hard zochten ondernemers de afgelopen crisisjaren naar alternatieve financiering omdat hun bank op de rem stond. Kredietunies zouden een uitkomst zijn. In deze coöperaties verenigen ondernemers zich per branche of per regio en lenen elkaar geld uit. In het buitenland zijn deze unies heel gebruikelijk, maar in Nederland waren ze in de vergetelheid geraakt. Nadat coöperaties waren afgestoft, bleek dat bestaande regelgeving ze in de weg zit. Een kredietunie valt onder het toezicht op banken op het moment dat zij obligaties uitgeeft of geld uitleent. Die regels zijn streng op punten als bedrijfsvoering en kapitaalvereisten. Kamerleden Agnes Mulder (CDA) en Henk Nijboer

(PvdA) hebben een initiatiefwet ingediend, die kredietunies daarvan uitzondert. Kredietunies vormen door hun vaak beperkte omvang geen gevaar voor de stabiliteit van de financiële sector, zeggen zij. In het voorstel hoeven kleine kredietunits die minder dan € 10 mln te vergeven hebben, geen vergunning van De Nederlandse Bank te hebben. Kredietunies tot € 100 mln en 25.000 leden vallen onder een apart regime, waarvoor geen volledige bankvergunning maar een aparte vergunning voor kredietunies nodig is. Voor dat toezicht betaalt een unie € 20.000 per jaar. Alle coöperaties die meer geld te verdelen hebben, moeten wel een volledige bankvergunning aanvragen.

De invloed van nieuwe financieringsvormen

De Nederlandse Vereniging van Banken (www.nvb.nl) heeft onderzoek gedaan naar het belang van de verschillende vormen van financiering voor het MKB. Uit dit onderzoek, waaruit we hieronder een passage afdrukken, blijkt dat de nieuwe financieringsvormen nog een bescheiden rol spelen bij de financiering van MKB-bedrijven.

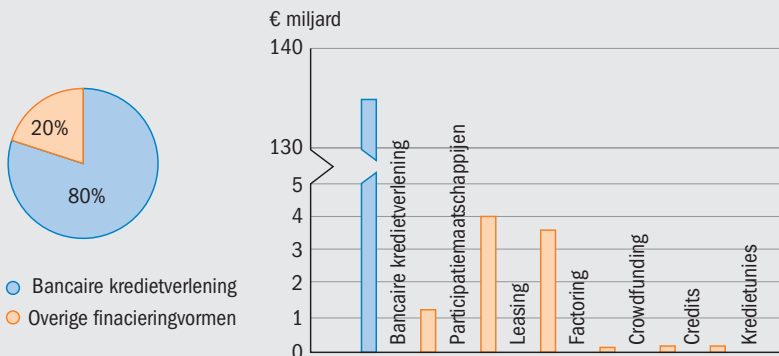
Alternatieven voor bancaire kredietverlening

Ondanks de behoefte aan met name meer aanbod van risicodragend vermogen, gebruiken Nederlandse bedrijven nog relatief weinig alternatieven voor bankfinanciering. Participatiemaatschappijen hebben naar schatting ongeveer € 1,2 miljard aan externe financiering aan het Nederlandse mkb verschaft en voor leasing en factoring worden een totaal volume van respectievelijk € 4 miljard en € 3,6 miljard geschat. In totaal is dit ongeveer 7% van de totale mkb-financiering. Nieuwe vormen van financiering zijn in opkomst, maar met een omvang van

enkele honderden miljoenen euro nog beperkt. In 2015 is door crowdfunding circa € 110 miljoen aan bedrijfsfinanciering opgehaald in Nederland. Qredits, het gezamenlijke initiatief van banken, verzekeraars en overheid voor microfinanciering, heeft tot nog toe € 150 miljoen aan ondernemingen verstrekt en kredietunies, tot slot, hebben enkele miljoenen uitgeleend.

In totaal vertegenwoordigen deze nieuwe vormen van financiering iets minder dan een half procent van de totale mkb-financiering.

FIGUUR 1.5 Externe financiering in het mkb



Bronnen: Nederlandse Vereniging van Banken (www.nvb.nl), Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (www.nvp.nl), Centraal Plan Bureau (CPB), www.dkcrowdfunding.nl

Toelichting

Banken vervullen een sleutelrol in de financiering van het bedrijfsleven. Het aandeel van banken in de financiering van de Nederlandse economie is onverminderd groot en ook de komende jaren verwachten banken dat zij kunnen blijven voorzien in de vraag naar financiering en dat dit gepaard kan gaan met verdere versterking van de kapitaalbuffers. Tegelijkertijd is een verbreding van het financieringslandschap zowel gewenst als noodzakelijk zodat er met name aanbod komt van risicodragend kapitaal en het MKB zo het eigen vermogen kan versterken.

1.12.7 Recente ontwikkelingen op de vermogensmarkt

De vermogensmarkt is continu in beweging en reageert op veranderde omstandigheden in de markt en op technologische ontwikkelingen. In dit verband bespreken we FinTech en gestapelde financiering.

FinTech

De opkomst van nieuwe financieringsvormen kan niet los worden gezien van een andere ontwikkeling: de opkomst van internet en sociale media. Internet maakt het mogelijk grote hoeveelheden informatie te vergaren (en te verstrekken) over zowel de vrager naar vermogen als de aanbieder van vermogen. Dit heeft ook geleid tot het ontstaan van een geheel nieuwe bedrijfstak, die onder de naam FinTech bekendstaat.

FinTech is een samentrekking van de Engelse woorden *financial* en *technology*. Met andere woorden: het begrip omvat alle innovatieve financiële producten en diensten waarbij gebruik wordt gemaakt van internettechnologie. Internet maakt het mogelijk de vrager naar vermogen en de aanbieder van vermogen op een snelle en relatief goedkope manier bij elkaar te brengen (vaak buiten de traditionele banken om). Ook in Nederland is er sprake van een sterke opkomst van FinTech-bedrijven. Bedrijven zoals Paypal winnen snel marktaandeel. Het grootste en bekendste Nederlandse FinTech-bedrijf is Adyen (www.adyen.com). Dit bedrijf is onlangs gewaardeerd op ruim €2,3 miljard. In 2014 werd er in Nederland voor €306 mln geïnvesteerd in de FinTech-industrie. Dit komt neer op 20% van het totale Europese geïnvesteerde bedrag. Binnen de FinTech-branchen zijn er veel nieuwe ondernemingen ontstaan. Op www.hollandfintech.com en www.fintech.nl vinden we een bonte verzameling van bedrijven, waarvan we er slechts enkele noemen: Funding Circle, BinckBank, Collin Crowdfund, Crowdparkers, NPEX en Geldvoorelkaar.nl (zie ook www.financieringslink.nl).

FinTech

1

HET FINANCIËLE DAGBLAD, 13 JANUARI 2017

Kredietplatform Funding Circle haalt €100 mln op

Het Brits/Nederlandse kredietplatform Funding Circle zegt in een recente investeringsronde €100 mln te hebben opgehaald, dat wordt aangewend voor kredietverlening aan mkb-bedrijven. De jongste investeringsronde is geleid door de Amerikaanse durfinvesteerder Accel, met deelname van bestaande Funding Circle investeerders, waaronder Baillie Gifford, DST Global, Index Ventures, Ribbit Capital, Rocket Internet, Sands Capital Ventures, Temasek en Union Square Ventures. De nieuwe investeringsronde volgt op een jaar van sterke groei bij Funding Circle, zo claimt de mkb-kredietmarktplaats. Wereldwijd hebben investeerders in 2016 via de Funding Circle kredietmarktplaats meer dan €1,25 mrd aan mkb'ers uitgeleend, waaronder in het vierde kwartaal alleen al meer dan €450 mln, een record in de sector. Funding Circle claimt sinds de start van het bedrijf al €2,6 mrd aan financieringen te

hebben gefaciliteerd, waardoor volgens het platform wereldwijd meer dan 25.000 bedrijven zijn geholpen. Dat zou hebben geleid tot de creatie van meer dan 50.000 banen. De schaduwbank koppelt van oudsher ondernemers aan (particuliere) investeerders. Tegenwoordig komt het grootste deel van het kapitaal niet van het publiek, het zogenoemde peer-to-peer lenen, maar van grote institutionele beleggers. Het kredietplafond ligt bij Funding Circle op €250.000. In Nederland stroomt er gemiddeld €3 mln per maand naar het mkb. Een gemiddelde mkb-lening bij de schaduwbank heeft een omvang van rond de €75.000. Het door het platform opgehaalde kapitaal wordt uitgezet bij mkb-bedrijven in het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Nederland, Duitsland en Spanje. In de laatste drie landen heeft de schaduwbank regiokantoren.

Gestapelde financiering

Tijdens de financiële crisis werd duidelijk dat het eigen vermogen van banken te klein was om financiële tegenvallers op te vangen. Als een reactie daarop worden hogere eisen gesteld aan de omvang van het eigen vermogen van banken. Ze moeten een groter gedeelte van het totaal vermogen in de vorm van eigen vermogen aanhouden. Eventuele verliezen op vorderingen op de klanten van de bank moeten opgevangen kunnen worden door het eigen vermogen van de bank. Immers, hoe groter het eigen vermogen van de bank (hoe groter de kapitaalbuffers), des te beter is de bank in staat verliezen op te vangen. Deze strengere eisen leidden er ook toe dat banken kieskeuriger werden bij het verstrekken van leningen aan onder meer MKB-bedrijven. Banken wilden het risico dat MKB-bedrijven hun interest- en aflossingsverplichtingen niet zouden kunnen nakomen, verminderen.

MKB-bedrijven moeten daarom zelf over meer risicodragend vermogen (lees: eigen vermogen of achtergesteld vreemd vermogen) beschikken om een lening bij een bank te kunnen verkrijgen. Zo zou een bedrijf door middel van crowdfunding of door een participatie (bijvoorbeeld door een participatiemaatschappij) zijn risicodragend vermogen kunnen uitbreiden. Op basis van het hogere risicodragend vermogen van het bedrijf kan de bank dan gemakkelijker en meer vreemd vermogen in de vorm van een banklening aan dit bedrijf verstrekken. Om te voorzien in de vermogensbehoefte van MKB-bedrijven zien we in toenemende mate dat verschillende vormen van vermogensverstrekking worden gecombineerd. We spreken dan van gestapelde financiering. Om in de financieringsbehoefte van de onderneming te voorzien wordt een combinatie gemaakt van zorgvuldig op elkaar afgestemde vormen van eigen en/of achtergesteld vreemd vermogen enerzijds en vreemd vermogen anderzijds.

Ondanks alle nieuwe ontwikkelingen rond de financiering van het MKB spelen de traditionele banken nog een toonaangevende rol bij de financiering van het MKB. Op dit moment (2017) zijn MKB-bedrijven nog voor 80% afhankelijk van de financiering door banken. De in deze paragraaf geschetste nieuwe ontwikkelingen zullen dit percentage in de toekomst waarschijnlijk doen dalen. Dit betekent ook dat de MKB-ondernemer (samen met zijn financieel adviseur) zich meer dan ooit zal moeten verdiepen in de financiële positie en wensen van zijn onderneming om een bijpassende financieringswijze te realiseren.

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 uitgegeven 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 vreemd vermogen (banklening).

Vergroting van het risicodragend vermogen is vaak noodzakelijk om in aanmerking te komen voor een nieuwe banklening. We spreken dan van gestapelde financiering omdat extra risicodragend vermogen de basis vormt voor de verkrijging van een nieuwe banklening.

Er is een aantal (overheids)maatregelen getroffen om het aantrekken van vermogen door ondernemingen in het MKB te bevorderen. We denken daarbij bijvoorbeeld aan het innovatiekrediet, de Seed Capital-regeling, Dutch Venture Initiative, de Borgstelling MKB-kredieten (BMKB), de Garantie Ondernemingsfinanciering (GO) en de fiscale faciliteiten bij het verstrekken van leningen aan startende ondernemingen. Ook crowdfunding en kredietunies zijn in opkomst als een manier om de financiering van MKB-bedrijven rond te krijgen.

Kernbegrippenlijst

1

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.
Beurswaarde	De waarde waartegen waardepapieren op de beurs worden verhandeld.
Bonusaandelen	Aandelen die niet (bijvoorbeeld ten laste van de agioreserve) aan de aandeelhouders worden verstrekt.
Borgstelling MKB-kredieten (BMKB)	Een regeling bestemd voor MKB-bedrijven, waarbij de Nederlandse Staat voor 50% garant staat voor de onder deze regeling vallende borgstellingskredieten.
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 dividendof 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.
Crowdfunding	Een wijze van financieren waarbij vermogen wordt aangetrokken bij 'de menigte' (veelal vermogende particulieren, vrienden en bekenden).
Covered bonds	Obligaties (pandbrieven) die gedekt zijn door hypothecaire leningen.
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.
Durfkapitaal	Vermogen waaraan een hoog risico is verbonden.
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 euro-gebied 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.
FinTech	Financiële producten en diensten waarbij gebruik wordt gemaakt van internettechnologie.
Garantie Ondernemingsfinanciering	Een regeling waarbij de staat garant staat voor een gedeelte van de lening die de onderneming bij de bank heeft afgesloten.
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.
Gestapelde financiering	Financiering die bestaat uit een combinatie van verschillende vormen van vermogen.
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.
Kredietunie	Een kredietunie is een coöperatieve vereniging met uitgesloten aansprakelijkheid waarbij de leden bestaan uit geldgevers en geldvragers.
K-stukken	Klassieke effectenbewijzen bestaande uit een mantel en een dividendof 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 schuldbe- kentenissen (obligaties).
Onderhandse lening	Een lening die wordt afgesloten buiten de vermogensmarkt om.
Ondernemend vermogen	Vermogen waarvan de vergoeding afhankelijk is van de be- drijfsresultaten (eigen vermogen).
Onvermijdbare waardedaling	Verskil tussen de beurswaarde van het aandeel vóór emissie en de maximaal mogelijke emissieprijs (= verwachte beurs- waarde na emissie).
Openbare emissie	Een emissie die via de effectenbeurs loopt.
Overgenomen emissie	Een emissie waarbij het bankconsortium een bepaalde mini- male 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	Verschil tussen de beurswaarde en de conversiewaarde van een converteerbare 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.
Termijndeposito	Tegood 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	Verschil 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 gelden 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	Ermogen 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

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?
- Een kortere krediettermijn van leveranciers.
 - Een kortere krediettermijn voor klanten.
 - Een lagere omzetsnelheid van de voorraad.
 - Een langere opslagduur van de goederen.

- ⇒ §1.12 **1.15** Wat is een voorbeeld van persoonlijke zekerheidsstelling?
- Verpanding.
 - Borgtocht.
 - Negatieve hypotheekverklaring.
 - Hypotheek.

Vraagstukken

- ⇒ §1.4 **V1.1** Het maatschappelijk kapitaal van Reisorganisatie Travel & Trekking bv (T&T bv) bestaat uit 600.000 aandelen van ieder € 10 nominaal. Bij oprichting van de bv zijn er 480.000 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.

Balans Travel & Trekking bv per 31 december 2017

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
		Hypotheek	€ 3.080.000
		Rekening-courant	€ 600.000
		Crediteuren	€ 400.000
Totaal bezittingen	€ 12.000.000	Totaal vermogen	€ 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 2017 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.

- Bereken de omvang van de bedragen die op de balans ontbreken en vul deze in.
- Bereken op basis van de volledige balans per 31 december 2017 de intrinsieke waarde per aandeel.
- 1 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 2015 en 2016 verlies geleden.

In deze jaren is geen dividend uitgekeerd. Sinds begin 2016 zijn de bedrijfskosten sterk teruggedrongen, waardoor over de jaren 2017 en 2018 weer winst werd gemaakt. In 2017 bedroeg de winst €310.000 en in 2018 €1.570.000.

- a Bereken het bedrag dat als dividend wordt uitgekeerd op de 3% cumulatief preferente winstdelende aandelen:
 - 1 in 2017
 - 2 in 2018
- b Bereken het bedrag dat als dividend wordt uitgekeerd op de gewone aandelen:
 - 1 in 2017
 - 2 in 2018

⇒ §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.
- c 1 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.

- f 1** 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

⇒ §1.1 **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
		Crediteuren	€ 2.000
Totaal bezittingen	€ 70.000	Totaal vermogen	€ 70.000

Zowel de aandelen als de converteerbare obligaties hebben een nominale waarde van € 1.000. Vanaf 1 januari 2018 kunnen twee converteerbare obligaties, onder bijbetaling van € 600, omgewisseld worden in één aandeel. Op 7 maart 2018 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.

- a 1** Bereken de conversiewaarde van één converteerbare obligatie op 7 maart 2018.
2 Bereken de premie boven de conversiewaarde op 7 maart 2018.
3 Is het voor belegger Lucassen aantrekkelijk om op 7 maart 2018 zijn obligatie te converteren? Motiveer uw antwoord.
b Bereken de conversiekoers.

We veronderstellen dat op 1 juli 2018 de helft van de converteerbare obligatie omgewisseld wordt in aandelen (dit is de enige conversie tot nu toe).

- c** Welke balansposten veranderen naar aanleiding van deze conversie? Vermeld daarbij met welk bedrag de balansposten toe- of afnemen.
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.

- ◆ §1.9 **V1.5** In het prospectus van 17 september 1999 kondigt Koninklijke Numico NV de emissie aan van 'Depository 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 Depository Receipts of Shares
Offer price €40.00 per Depository 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 Depository 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 depository receipts of shares. Each Depository Receipt of Shares represents one ordinary share of Numico. The Depository Receipts of Shares will be offered by and for the account of Numico.

The Convertible Subordinated Bonds will be convertible into depository 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 Depository 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 Depository 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	Openingskoers	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

Cpn.	Naam	Gem. looptijd	Slotkoers	Vorige koers	Eff. rend.	Coupon-datum	Omwissel-datum	Aantal aand.	Conversie-koers	Conversie equival.
5,25	NBM-Amstelland 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 Numico 99/04	2,7	244,00A	241,00	-	09/11	09/05/96	32,46	13,98	34,23
1,5	EURO	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 teruggezak 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).
- e 1** 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.

Voorblad Prospectus Getronics NV

Getronics

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 Accreted 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:

<i>Conversion Date</i>	<i>Downward Adjustment to Conversion Price</i>
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?

 §1.9 **VI.7**

HET FINANCIËLE DAGBLAD, 4 NOVEMBER 2009

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 schuldpapier 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 afl ost met aandelen. De nieuwe obligaties krijgen een oordeel van BB- van Standard & Poor's. Daarmee valt het schuldpapier 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 schuldpapier

3%
daalde de koers van ASMI

Houders kunnen het schuldpapier tegen 2014 omwisselen voor aandelen 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.

- 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?

V1.8 Beschrijf in het kort de ontwikkelingen die ertoe hebben geleid dat banken terughoudender zijn geworden bij het verstrekken van leningen aan MKB-bedrijven.

V1.9 Wat wordt verstaan onder:

- a crowdfunding?
- b kredietunies?

V1.10 a Wat wordt verstaan onder FinTech?

- b Welke ontwikkelingen hebben bijgedragen aan de groei van de FinTech-‘industrie’?
- c Beschrijf in het kort de rol die FinTech speelt bij de opkomst van nieuwe financieringsvormen.

V1.11 a Beschrijf in het kort wat wordt verstaan onder gestapelde financiering.

- b Welke ontwikkelingen hebben het ontstaan van gestapelde financiering bevorderd?

V1.12

HET FINANCIËELE DAGBLAD, 14 SEPTEMBER 2016

MKB zoekt weg in kapitaalmarkt

Middenbedrijf weet vooral door gebrek aan voorlichting alternatief kapitaal niet goed te vinden.

De Nederlandse economie zou met € 150 mln tot € 300 mln extra kunnen groeien als middelgrote ondernemingen alternatieven voor bankfinanciering beter zouden weten te vinden. Het gaat om 0,2 tot 0,4 procentpunt van de omvang van de economie.

Dat stelt consultancybedrijf EY in een onderzoek dat is uitgevoerd in opdracht van Capital Amsterdam, een stichting voor de promotie van de kapitaalmarkt in Nederland.

Hoewel banken nog altijd het leeuwendeel van de financiering leveren, kunnen middelgrote en kleine bedrijven (mkb) uit steeds meer alternatieve financie-

ringsbronnen kiezen. Zo zijn er de startersleningen en crowdfunding vooral voor de onderkant van de markt, en bijvoorbeeld kredietunies en ‘credit funds’ voor grotere bedrijven. Pensioenfondsen bieden sinds kort ook alternatieve leningsvormen aan.

Dat middelgrote bedrijven deze alternatieve bronnen van financiering toch niet goed weten te vinden, ligt volgens EY vooral aan gebrekkige voorlichting. De onderzoekers zien daarin een taak weggelegd voor de banken – wanneer zij zelf geen financiering willen of kunnen verstrekken – of accountantskantoren.

Hoewel er al veel alternatieven zijn, is het aanbod nog onvoldoende, aldus Jeroen van der Kroft van EY, een van de opstellers van het rapport. 'Wij adviseren daarom fiscale stimulering om het aantrekkelijker te maken voor particulieren om in bedrijven te investeren. Dat gebeurt onder meer al in België en Frankrijk.' Een derde kans ziet EY in de vorm van

een beursgenoteerd MKB-investeringsfonds, zoals onder meer in het Verenigd Koninkrijk al bestaat. Beleggers kunnen geld steken in het fonds, dat leningen verstrekt aan bedrijven.

Ten slotte zouden FinTech-bedrijven het makkelijker moeten maken om bedrijven naar alternatieve financieringsbronnen te leiden.

- a Hoe komt het dat veel MKB-bedrijven de weg naar alternatieve financieringsbronnen nog niet goed weten te vinden?
- b Welke financiële dienstverleners zouden MKB-bedrijven behulpzaam kunnen zijn bij hun zoektocht naar nieuw eigen en/of vreemd vermogen?
- c Welke rol spelen FinTech-bedrijven op de kapitaalmarkt?

VI.13

HET FINANCIËLE DAGBLAD, 19 JANUARI 2017

TIIN Capital komt met nieuw investeringsfonds van € 30 mln

TIIN Capital richt een nieuw fonds op om te kunnen investeren in middelgrote Nederlandse bedrijven die voor groei-financiering niet terecht kunnen bij de bank. De in Naarden gevestigde venture-capitalmaatschappij wil daarvoor €30 mln ophalen bij beleggers. Het streven is om eind maart van start te gaan met het nieuwe vehikel.

TIIN is vooral bekend als investeerder in jonge IT- en hightechbedrijven die financiering nodig hebben om te groeien. Daarvoor wordt een kapitaal van €60 mln ingezet. De fondsbeheerder zet nu een volgende stap door €30 mln op te halen voor deelnemingen in grotere ondernemingen die de beginfase voorbij zijn. Het wordt daarmee het grootste fonds in de

bijna twintigjarige geschiedenis van de participatiemaatschappij.

TIIN doet voor het nieuwe kapitaal een beroep op vermogende ondernemers en investeringsvehikels van gefortuneerde families, een kring van ongeveer duizend relaties.

'We kunnen straks meer risicokapitaal per onderneming beschikbaar stellen dan in het verleden,' zegt Michael Lucassen, managing partner van TIIN Capital. Hij denkt aan investeringen in een breedte van €2,5 mln tot €4,5 mln.

TIIN wil de bedrijven in het nieuwe fonds gemiddeld vijf jaar in portefeuille houden, om ze daarna met winst te verkopen. Die strategie moet een fondsrendement opleveren van 15% à 20% op jaarbasis.

MKB Fonds breidt uit in IT-sector

De Amsterdamse participatiemaatschappij MKB Fonds vergroot zijn belangen in de IT-sector met een meerderheidsbelang in automatiseerder Advisor ICT Solutions in Mijdrecht. De jongste overname is onderdeel van plannen van MKB Fonds om een grotere positie in deze branche op te bouwen. IT is voor bijna alle ondernemingen een bedrijfskritisch proces ge-

worden, zo licht de investeringsgroep zijn strategie toe.

Advisor is een in 1985 opgerichte IT-dienstverlener met een jaaromzet van ruim €6 mln en vijftig medewerkers. Het bedrijf werkt als partner van onder meer KPN en Microsoft. Advisor hoopt met de komst ook ruimte te krijgen om zelf overnames te doen.

- a1** Wat is een participatiemaatschappij?
- 2** Welke rol spelen participatiemaatschappijen bij de financiering van bedrijven?
- 3** Van wie trekken participatiemaatschappijen vermogen aan?
- b** Waarom richten participatiemaatschappijen zich vaak op een bepaalde branche (zoals MKB Fonds dat zich onder meer richt op de IT-sector)?
- c** Welke financiële dienstverleners zouden MKB-bedrijven behulpzaam kunnen zijn bij hun zoektocht naar nieuw eigen en/of vreemd vermogen?
- d** Welke rol spelen FinTech-bedrijven op de kapitaalmarkt?