

DUBBELE PIJN

Hoewel aandeelhouders (diep) in de buidel hebben getast bij de claimemissies wordt hun wel de mogelijkheid geboden hun belang op peil te houden. Dit is niet het geval bij onderhandse plaatsingen waarbij grote aandeelhouders participeren, vaak tegen een korting. Deze korting komt uit de zak van overige aandeelhouders in de vorm van verwatering.

Bedrijf	Aandeelhouder	opbrengst*	korting**	verwatering
DPA	Grootaandeelhouders	2,2	28%	10%
Blue Fox	Grootaandeelhouders	1,0	27%	34%
Corio	Grootaandeelhouders	258,0	8%	10%
Nieuwe Steen (NSI)	Bestuur+grootaandeelhouders	39,5	6%	10%
Ordina	Grootaandeelhouders	20,7	8%	19%
Innoconcepts	Staalhaven	4,8	0%	5%

* in miljoenen euro, ** koers handelsdag voor emissie.

als gevolg van boekhoudkundige onregelmatigheden ongeveer 10 miljoen euro te hoog was ingeschat. Bijkomend probleem is dat deze onregelmatigheden het desinvesteringproces hinderen. Dat Wessanen in de huidige markt de hoofdprijs zou kunnen incasseren voor deze divisie was al onwaarschijnlijk, maar nu zal het bedrijf mogelijk nog grotere prijsconcessies moeten doen. Gezien de zwakke operationele prestaties van het concern lijkt het een moeilijke opgave om binnen de convenanten te blijven als ABC niet voor het derde kwartaal is verkocht.

VREEMD GEFINANCIERDE OVERNAMES

De solvabiliteit van een onderneming kan snel verslechteren door een dure overname te financieren met vreemd vermogen. Zo baren de financiële posities van bierbrouwer Heineken en uitzender Randstad zorgen. Sinds de overname van respectievelijk Scottish and Newcastle (6,1 miljard euro) en Vedior (3,5 miljard euro) gaan beide ondernemingen gebukt onder een zware schuldenlast.

Door de overname van S&N volledig met schuld te financieren daalde Heinekens solvabiliteit van een respectabele 45,8 procent naar 23,1 procent per ultimo 2008. De nettoschuldpositie explodeerde van 1,9 miljard euro tot 8,9 miljard euro. In 2008 bleef de brouwer binnen de convenanten met een leverage rate van 3,1. Over 2009 moet Heineken, gegeven een toegestane leverage rate van 3,5, een bedrijfsresultaat van 2,54 miljard euro boeken (2008: 2,4 miljard euro). Dit lijkt een lastige opgave, want de

structurele daling in bierconsumptie zet blijkens de sterke volumedaling in het eerste kwartaal (-6,3%) door en de integratie van S&N verloopt voornamelijk niet vlekkeloos.

De financiële positie van uitzender Randstad oogt iets beter. De overname van Vedior werd voor een groot deel betaald in dure Randstad-aandelen, waardoor de solvabiliteit nagenoeg gelijk bleef (ongeveer 30%). Bovendien heeft Randstad een goede staat van dienst als het gaat om kostenbesparingen om een lagere omzet het hoofd te bieden. Zo bleef Randstad gedurende de recessie van begin deze eeuw zwarte cijfers schrijven. Voornamelijk lijkt Randstad daar weer in te slagen. In het eerste kwartaal werd de nettoschuld afgebouwd van 1,64

miljard euro tot 1,44 miljard euro door een sterke vrije kasstroom van 228 miljoen euro. Toch kregen de omzet (-28%) en het bedrijfsresultaat (-65%) in het eerste kwartaal een knauw vergeleken met dezelfde periode vorig jaar. Als de marktomstandigheden niet verbeteren zal de uitzender door de vereiste leverage rate van 3,5 schieten (eerste kwartaal: 1,8).

HOGERE RENTE NIET VOLDOENDE

TomTom probeerde in oktober vorig jaar te vergeefs een emissie te voorkomen door tegen een boete en een fors hogere rente bankafspraken op te rekken. Wacht Gamma, USG en Océ hetzelfde lot als TomTom?

Textielbedrijf Gamma heronderhandelde zijn bankafspraken nadat deze eind 2008 niet waren nagekomen. In ruil voor een fikse boete en een hogere rente zijn de bankratio's opgerekt. Daarnaast stelde het bankensyndicaat de voorwaarde dat het bedrijf voor eind juli 2009 45 miljoen euro moet hebben opgehaald. Geen eenvoudige opdracht. De poging om middelen vrij te maken door verkoop van twee onderdelen is zelfs tegen afbraakprijzen onmogelijk gebleken. Ook de poging om tot een beursexit te komen slaagde niet: banken durfden hun vingers blijkbaar niet te branden aan de financiering. Een voorstel voor een claimemissie is eind april dit jaar al door aandeelhouders van tafel geveegd. Tot overmaat van ramp stapte, naar verluidt onder druk van de banken, topman Meint Veninga op. Beleggers lijken even radeloos: de schamele beurswaarde van Gamma van 30 miljoen euro past liefst 13 keer in de nettoschuld. Het is best mogelijk dat aandeel-

SOLVABILITEITSRATIO'S

Banken gebruiken onder andere de volgende drie ratio's om de solvabiliteit van ondernemingen te analyseren:

Solvabiliteitsratio: Het eigen vermogen uitgedrukt als percentage van het totale vermogen. Hoe hoger dit percentage, hoe beter de solvabiliteit.

Leverage rate: Verhoudingsgetal dat aangeeft hoe groot de nettoschuld (rentedragende korten en langetermijnschulden minus kaspositie) is in verhouding tot het bedrijfsresultaat (ebitda). Het getal wordt berekend door de nettoschuld te delen door het bedrijfsresultaat.

Rentedekkingsratio: Verhoudingsgetal dat aangeeft in hoeverre een bedrijf uit het bedrijfsresultaat (ebitda) aan zijn renteverplichtingen kan voldoen. Het getal wordt berekend door het bedrijfsresultaat te delen door de renteverplichtingen.