

ders voelen de pijn. Dividend wordt voorlopig niet uitgekeerd, terwijl de beurswaarde dit jaar al met driekwart is geslonken. Een claimemissie ligt in het verschiet.

TNT

Een ander voorbeeld van nalatigheid met kapitaalversterking is PostNL. Bij de splitsing van TNT in PostNL en TNT Express eind mei van dit jaar ontstond een omvangrijk gat in de balans van PostNL. Het concern verzuimde extra eigen vermogen aan te trekken en kwam met de ingenieuze oplossing het postbedrijf een 29,9 procentbelang in TNT Express mee te geven. Achteraf gezien een grove inschattingfout. Door de economisch tegenwind, maar ook zeker door interne problemen, is de beurswaarde van TNT Express fors gedaald en heeft PostNL navenant op zijn belang moeten afboeken. Gevolg is dat PostNL eind derde kwartaal nog slechts een eigen vermogen kende van 221 miljoen euro, wel erg weinig afgezet tegen het balanstotaal van 3,9 miljard euro en een nettoschuld van dik 1 miljard euro. Ook hier voelen aandeelhouders de pijn. Het interessante cashdividend is opgeschort en wordt voorlopig in nieuw uit te geven aandelen voldaan, terwijl de beurskoers van PostNL sinds de splitsing met driekwart is gedaald. Op basis van de huidige beurskoersen is het belang dat PostNL houdt in TNT Express zelfs meer waard dan beurswaarde van PostNL. Dat betekende dat stand alone PostNL een negatieve marktkapitalisatie heeft, oftewel de waarde van het bedrijf wordt door de beurs lager ingeschat dan de hoogte van de schulden. Het bedrijf wil niet reageren op de vraag waarom het tot nu geen geld heeft opgehaald via een emissie.

HOMBURG

Wat te denken van Homburg Invest? Het vastgoedfonds vond het normaal om de vastgoedportefeuille voor ruim 80 procent met schuld te financieren. Toen er noodgedwongen afgeboekt moest worden op de

portefeuille en de inkomsten hieruit terugliepen vanwege leegstand, werd de zaak onhoudbaar. Homburg Invest heeft inmiddels een negatief eigen vermogen en staat aan de vooravond van een faillissement. De schuldenberg is zo omvangrijk dat zelfs obligatiehouders het ergste moeten vrezan. Oprichter en langdurig bestuursvoorzitter Richard Homburg weigerde aandelen uit te geven omdat hij de beurskoers van het aandeel te laag vond. Als grootaandeelhouder wenste hij liever niet de koek met meerderen te delen. Laat die beurskoers nu net de risico's van de scheve balansverhoudingen weerspiegelen. De aandelen zijn nu vrijwel niets meer waard. Een tijdige omvangrijke emissie had dit leed kunnen voorkomen. Nu wil Homburg wel graag schuld omruilen voor aandelen, maar steekt de AFM daar een stokje voor.

DE BOUWERS

De kredietcrisis en de uitloop daarvan heeft beursgenoteerde bouwbedrijven als BAM en Heijmans hard geraakt. De klap kwam des te harder aan omdat deze bedrijven al voor de crisis zwakke balansen hadden. Beide bedrijven wachtten rijkelijk lang met een aandelenemissie waardoor deze met fikse kortingen in de markt moesten worden gezet.

Automatiseerder Ordina spant de kroon, al raakte het bedrijf vooral in de problemen door mismanagement op activiteitsniveau. Door forse verliezen op een mislukt project moest Ordina in 2009 een omvangrijke emissie doen van ruim 20 miljoen euro, waardoor het aantal uitstaande aandelen met circa een vijfde toenam. Tegelijkertijd ging de onderneming ook nieuwe schulden aan. Bij ING en Delta Lloyd werd een lening afgesloten van 27,5 miljoen euro tegen een rente van 13,5 procent. Een voor de leningverstrekkers interessant rentepercentage, maar voor de aandeelhouders de opmaat voor een forse claimemissie van 40 miljoen euro, waarmee een verwaterring van liefst 82 procent optrad.

De opbrengst van de emissie



Een ander voorbeeld van nalatigheid met kapitaalversterking is PostNL. Bij de splitsing van TNT in PostNL en TNT Express ontstond een omvangrijk gat in de balans van PostNL.

**DE MEESTE
BEDRIJVEN ZIJN
TERUGHOUDEND
MET UITGIFTE VAN
NIEUWE AANDELEN.
ER IS OOK EEN
GROEP DIE DAT
JUIST WEER
OVERMATIG DOET
OM VERLIEZEN
TE DEKKEN**

wordt deels gebruikt om de woekerlening af te lossen. De vreemd vermogensverschaffers hebben er een interessante investering aan gehad, de aandeelhouder zit met de gebakken peren.

BIOTECH

De biotechsector is bij uitstek een branche waar aandelenemissies bijzonder slecht getimed worden. Octoplus stelde eind november 2007 een aandelenemissie van 25 miljoen euro uit vanwege het destijds slechte beursklimaat. De gevolgen waren desastreus. Octoplus kwam in grote geldnood en heeft noodgedwongen een groot deel van de toekomstige groeikansen moeten verkopen. De beurskoers is sinds het afblazen van deze emissie gedaald van circa 4 euro naar nog maar 50 cent.

Nu zit ook branchegenoot AMT met een negatief eigen vermogen. De ontwikkelaar van genterapieën dreigt om te vallen. En dat terwijl al langer duidelijk was dat er zo veel geld uit bedrijf uitvloog dat overleven afhankelijk werd van één beslissing waar AMT geen volledige controle over had: goedkeuring van het belangrijkste product door een Europese toezichthouder.

DE UITZONDERINGEN

De meeste bedrijven zijn dus terughoudend met uitgifte van nieuwe aandelen. Er is ook een groep die dat juist weer overmatig doet om verliezen te dekken. Pharming en Antonov staan hierom bekend, maar ook Swedish Automobile, inmiddels failliet, trok meerdere keren geld uit de markt.

Vreemde eend in de bijt is Oranjewoud dat regelmatig emitteert, maar waarbij de aandelen veelvuldig door grootaandeelhouder Centric van Gerard Sanderink worden afgenomen. Sanderink bezit ruim 83 procent van de aandelen Oranjewoud, wat ook geen gezonde situatie is.

Verder maken veel bedrijven gebruik van stockdividend, wat ook als een kleine emissie kan worden gezien omdat de bedrijfswinst in kas blijft.

Het effect is echter maar klein.

TESLIN

De conclusie is dus dat bedrijven veelal leven en groeien van ingehouden winsten en schuldfinanciering. Een bekende tegenstander van deze politiek is Frederik van Beuningen van investeringsmaatschappij Teslin. Van Beuningen ziet in de regel het liefst dat bedrijven de winst volledig uitkeren en als ze geld nodig hebben een emissie uitschrijven. Veel bedrijven hebben de laatste jaren een groter deel van hun winst uitgekeerd, maar dat kwam vooral omdat ze weinig goede investeringsmogelijkheden zagen.

Een rondje langs groeiende beursfondsen leert dat de meeste bedrijven niet staan te springen om geld uit de markt te halen. Vaak is dat om de simpele reden dat hun balans al sterk is en de meestal kleinere overnames toch als eerste uit eigen middelen voldaan zullen worden. Alexander van der Lof, CEO van technologiebedrijf TKH: "Onze waardering is wel zo redelijk dat dit geen hinderenis is om sectorgenoten op te kopen. Gezien onze sterke solvabiliteit van 44 procent komt een emissie nu niet in aanmerking."

IMTECH

Ook een woordvoerder van technisch dienstverlener Imtech laat weten dat de huidige waardering geen hinderenis vormt andere bedrijven over te nemen. "De meeste bedrijven die wij kopen zijn niet beursgenoteerd, terwijl de multiple die wij daarvoor betalen lager ligt dan onze eigen waardering. Een emissie is voorlopig niet aan de orde omdat wij via een bankfaciliteit van 700 miljoen euro onze financiering voor de uitvoering van ons strategisch plan 2015 al hebben veiliggesteld."

Fietsenfabrikant Accell is de afgelopen tien jaar fors gegroeid, maar een aandelenemissie is daar niet aan te pas gekomen. De onderneming uit Heerenveen heeft de groei altijd uit eigen middelen en vreemd vermogen kunnen voldoen. Volgens financieel

**EEN RONDJE
LANGS GROEIENDE
BEURSGENOTEERDE
BEDRIJVEN LEERT
DAT DE MEESTE
NIET STAAN TE
SPRINGEN OM
GELD UIT DE MARKT
TE HALEN**



directeur Hielke Sybesma heeft toch ook het jaarlijkse stockdividend meegedragen. Sybesma: "Naar gelang de omvang van een overname wordt de financieringsaanpak steeds belangrijker, maar dit maakt altijd onderdeel uit van een totaalplaatje. De economische omstandigheden, de houding van het management van het doelwit spelen ook een rol. De relatief lage waardering van het eigen aandeel is dan ook niet doorslaggevend geweest in het besluit af te zien van de overname van het Duitse Derby." Goede kans dat Accell daarvoor wel de kapitaalmarkt op had ontmoeten.

ARSEUS

Medisch bedrijf Arseus heeft vorig jaar twee grote overnames in Brazilië gedaan, volledig gefinancierd met vreemd vermogen. Hierdoor scheert het bedrijf dicht tegen de bankconventanten aan. Topman Ger van Jeveren voelt zich hier niettemin comfortabel bij. "Arseus heeft een doorlopende kredietfaciliteit tegen gunstige voorwaarden. Wij hebben de afgelopen jaren bewezen de crisis goed tot zeer goed door te komen. Er wordt thans dan ook geen aandelenemissie overwogen." Hoewel de meeste analisten

Arseus op de kooplijst hebben staan, wordt de schuldpositie soms wel als risicofactor aangemerkt. Arseus is wellicht een apart geval omdat private equity circa 37 procent van de aandelen bezit en mogelijk voor extra financiering kan zorgen.

UNIT4

Edwin van Leeuwen, CFO van softwarebedrijf Unit4 ziet bij de huidige solvabiliteit van 30 procent geen directe aanleiding een emissie te doen. "Als wij een bedrijf overnemen dan is de volgorde van financiering cash, lening en dan pas een emissie. Unit4 wordt door analisten wel eens als ondergewaardeerd aangemerkt, maar Van Leeuwen nuanceert dit. "Wat is ondergewaardeerd? Iedereen vindt zich ondergewaardeerd en waar kijk je dan precies naar. In ieder geval kunnen wij genoeg bedrijven kopen die een lagere waardering hebben dan wij. CEO en medeoprichter Chris Ouwinga bezit nog circa 6 procent van de aandelen Unit4. Dat is wel eens 20 procent geweest, dus verwatering angst lijkt bij Ouwinga geen rol te spelen. "Hij doet wat in het belang is van de onderneming", aldus Van Leeuwen.

80%
- Vastgoedfonds
Homburg vond het
normaal om de
portefeuille voor
viervijfde met schuld
te financieren.