

# ELEMENTAIRE BEDRIJFSECONOMISCHE MODELLEN

Auteurs: Fons Vernooij en Paul van der Aa

Website: [fons-vernooij.nl/bm-site/EBM](http://fons-vernooij.nl/bm-site/EBM)

Versie 30 mei 2019

## Module 4: Financieel Management (introductiemodule)

### Hoofdstuk 19: Financieel management

19.1 [De liquiditeitsbegroting](#)

19.2 [Cash management](#)

19.3 [Openhouden kapitaalmarkt](#)

19.4 [De emissie van aandelen](#)

.... [Antwoorden op de vragen](#)

#### *Inhoud*

Dit hoofdstuk behandelt hoe de financieel manager de liquiditeit van zijn onderneming op korte termijn bewaakt, en zorgt dat de onderneming op lange termijn vermogen kan blijven aantrekken.

#### *Functie*

De functie van dit hoofdstuk is om de belangrijkste taken van het financieel management duidelijk te maken.

#### *Leerdoelen*

Na de bestudering van dit hoofdstuk dient u:

1 de liquide middelen te kunnen plannen met behulp van een liquiditeitsplanning;

2 aan te kunnen geven hoe een onderneming zich tegen valutarisico's kan beschermen;

3 het belang van het openhouden van de kapitaalmarkt te onderkennen;

4 aan te kunnen geven hoe de emissie van aandelen en converteerbare obligaties verloopt.

#### *Kernbegrippen*

liquiditeitsbegroting

cash management

valutarisico's

intrinsieke waarde per aandeel

rentabiliteitswaarde aandeel

beurskoers

aandelenemissie

emissiekoers

claim

converteerbare obligatielening

conversiekoers

### *Verantwoording*

Dit hoofdstuk is onderdeel van het leerboek uit de oorspronkelijke methode “Elementaire Bedrijfseconomische Modellen”, geschreven door Fons Vernooij en Paul van der Aa, en uitgegeven door ThiemeMeulenhoff. De methode bestond voorts uit een werkboek, studentenuitwerkingen en een docentenhandleiding.

Veel elementen zijn opgenomen op de website [Bedrijfseconomische-Modellen.nl](http://Bedrijfseconomische-Modellen.nl) en termen zijn toegelicht op de website [Bedrijfseconomische-Begrippen.nl](http://Bedrijfseconomische-Begrippen.nl).

Op [Vakdidactiek-Bedrijfseconomie.nl](http://Vakdidactiek-Bedrijfseconomie.nl) staat een toelichting op de vakdidactische kant die is opgezet vanuit het proefschrift dat door Fons Vernooij is geschreven. Vragen of opmerkingen kunt u sturen naar [mail@fons-vernooij.nl](mailto:mail@fons-vernooij.nl).

## 19.1 De liquiditeitsbegroting

In het vorige hoofdstuk is uiteengezet dat een bedrijf moet vermijden dat het geconfronteerd wordt met een tekort aan vermogen. Het heeft daarom inzicht nodig in de te verwachten ontwikkeling van de vermogensbehoefte. Door van tevoren de vermogensbehoefte in kaart te brengen, kan het achteraf onaangename verrassingen voorkomen. Weet het bedrijf hoe de vermogensbehoefte zich gaat ontwikkelen, dan weet het daarmee ook hoeveel vermogen het moet aantrekken.

Een bedrijf maakt niet alleen een inschatting hoeveel vermogen het nodig heeft, maar ook hoe lang het dat nodig heeft. Deze schatting van de vermogensbehoefte betreft meerdere jaren. Op basis hiervan kan het bedrijf een financieringsbeslissing nemen. Het bedrijf beslist dan onder andere hoeveel eigen vermogen en lang vreemd vermogen het wil aantrekken.

Het bedrijf stelt daarmee voor langere tijd (minimaal een jaar, maar vaak langer) een groot deel van haar vermogensvoorziening vast. Deze beslissing neemt de leiding incidenteel, zoals bij de start van het bedrijf of als zij tot een grote investering besluit. De bedrijfsleiding kan hierbij proberen de optimale vermogensstructuur zo dicht mogelijk te benaderen (zie hoofdstuk 18).

Heeft de leiding een besluit genomen over de gewenste omvang van het eigen vermogen en het lang vreemd vermogen, dan weet zij ook hoeveel kort vreemd vermogen zij moet aantrekken. Immers het restant van de te verwachten vermogensbehoefte zal zij met kort vreemd vermogen financieren. Op basis hiervan kan zij met de bank bespreken hoe groot de kredietlimiet van de rekening-courant moet zijn. Meestal vraagt de bedrijfsleiding een hoger kredietlimiet aan te vragen dan volgens de ontwikkeling van de vermogensbehoefte nodig is. Daardoor kan zij eventuele afwijkingen ten opzichte van de verwachte ontwikkeling opvangen.

De werkelijke vermogensbehoefte zal zich waarschijnlijk anders ontwikkelen dan voorzien was toen de leiding de (optimale) vermogensstructuur vaststelde. De vermogensbehoefte kan lager komen te liggen dan vooraf is ingeschat, maar kan ook hoger uitvallen. Zo kan een onderneming méér vermogen nodig hebben dan gepland doordat de inkooprijzen verhoogd zijn, doordat de omzet hoger uitvalt en zij daardoor over méér activa moet beschikken, etc.

Anticipeert de onderneming hier niet op, dan kan zij geconfronteerd worden met een onverwacht tekort aan vermogen, dat zich uit in een tekort aan liquide middelen. Immers een lager totaal aan de creditzijde van de balans leidt tot een verlaging van de debetzijde! De debetpost die dit het eerst tot uitdrukking kan brengen is de post 'liquide middelen'.

De onderneming moet daarom de vermogensbehoefte voortdurend in de gaten houden. Zij kan dit doen door steeds voor het komende jaar (of kwartaal) een liquiditeitsbegroting op te stellen. Met deze begroting kan zij nagaan of zij het komend jaar extra vermogen dient aan te trekken. Extra vermogen is nodig, indien te verwachten is dat er het komend jaar een moment is dat de liquide middelen ontoereikend zijn om de gewenste uitgaven te verrichten.

Een *liquiditeitsbegroting* geeft een overzicht van de inkomsten en uitgaven die het bedrijf in het komend jaar verwacht, verdeeld over een aantal perioden. Zijn de uitgaven in een periode groter dan de inkomsten dan verwacht het bedrijf dat de liquide middelen in die periode afnemen.

Als het kassaldo en de dispositieruimte van het bankkrediet groot genoeg zijn, kan het bedrijf dat negatieve saldo opvangen. Is dat niet het geval dan is extra vermogen noodzakelijk, bijvoorbeeld door extra krediet op te nemen in rekening courant. Het bedrijf zal dan nieuwe afspraken met de bank moeten maken of met andere verschaffers van vreemd vermogen.

Het is zaak om het aantal perioden waarin het jaar verdeeld wordt, niet te klein te kiezen. Als een bedrijf met name in het begin van het jaar uitgaven heeft en de (hogere) inkomsten pas op het eind heeft, kan het tijdens het jaar in betalingsproblemen komen.

Deelt het bedrijf het jaar slechts in twee of drie perioden in dan zal uit de liquiditeitsbegroting niet blijken dat er problemen te verwachten zijn. Anderzijds maken kleine perioden het opstellen van de begroting tot een omvangrijk karwei, terwijl bovendien de ontvangsten en de uitgaven zelden precies per dag of per week te plannen zijn.

De meeste bedrijven stellen hun liquiditeitsbegroting op in perioden van een maand, of eventueel een week. Als mocht blijken dat er na het opstellen gebeurtenissen plaats vinden die effect op de kasstroom zullen hebben die niet gepland zijn, dan moet de liquiditeitsbegroting aangepast worden. Op die wijze blijft de begroting een adequaat instrument om vroegtijdig zicht te krijgen op veranderingen in de werkelijke vermogensbehoefte.

De liquiditeitsbegroting bevat een overzicht van alle posten die kunnen leiden tot toename of afname van de liquide middelen. Aan de inkomstenkant staan o.a. de volgende posten: contante verkopen, debiteuren en desinvesteringen. De post contante verkopen bevat de te verwachten verkopen die afnemers meteen betalen, terwijl de post debiteuren de te verwachten ontvangsten omvat van verkopen die afnemers niet meteen betaald hebben. De post desinvesteringen heeft betrekking op de verkoop van machines e.d.

Aan de uitgavenkant zijn onder andere de posten contante inkopen, crediteuren, rente en aflossing te onderkennen. Door per post te werken, is de begroting eenvoudiger op te stellen, en geeft zij een systematisch inzicht in de oorzaken die leiden tot veranderingen in de liquide middelen.

De financiële leiding zal bij het plannen van haar liquiditeiten rekening moeten houden met de risico's die zij loopt. De debiteuren kunnen later betalen dan toegezegd, of wellicht nooit als zij failliet gaan. Voorzichtigheidshalve kan de leiding de inkomsten daarom beter lager inschatten, of een noodvoorziening achter de hand houden.

Uit de liquiditeitsbegroting is af te lezen of een onderneming het komend jaar te kampen krijgt met betalingsproblemen. Is dat zo, dan zal de ondernemingsleiding extra vermogen dienen aan te trekken.

Zij kan op ad hoc basis aanvullende financiering verzorgen of zij kan trachten opnieuw de optimale vermogensstructuur vast te stellen. In het laatste geval moet zij dan vaststellen hoe de nieuwe optimale vermogensstructuur er uit zou komen te zien, en hoeveel extra eigen vermogen of lang vreemd vermogen zij moet aantrekken. Steeds rijst echter de vraag of de verandering van de vermogensbehoefte groot genoeg is om zo'n ingrijpende verandering van de vermogensstructuur te rechtvaardigen.

Financieringsbeslissingen ten aanzien van extra eigen vermogen of lang vreemd vermogen vinden om die reden meestal incidenteel plaats. Vaak zal een onderneming kiezen voor partiële financiering. Zij zal alleen de extra vermogensbehoefte in de financieringsbeslissing betrekken en accepteert dat de vermogensstructuur van de onderneming na effectuering van het besluit afwijkt van de optimale vermogensstructuur.

Is bij voorbeeld de extra vermogensbehoefte van beperkte omvang, dan kan de leiding de bank verzoeken de limiet op haar rekening-courant met dat bedrag te verhogen. In dat geval neemt zij een partiële financieringsbeslissing. Als een onderneming daarentegen haar productie-capaciteit wil uitbreiden of een andere investering overweegt, dan confronteert zij zichzelf met een extra vermogensbehoefte.

Is de omvang van deze vermogensbehoefte omvangrijk dan zal de leiding vermoedelijk de financiering van deze vermogensbehoefte in samenhang met de totale vermogensbehoefte willen regelen. De leiding kijkt dan niet alleen naar de extra behoefte, maar beraadt zich opnieuw over de optimale vermogensstructuur. Zodoende kan zij een deel van het kort vreemd vermogen vervangen door eigen

vermogen of door lang vreemd vermogen.

Nieuw eigen vermogen of lang vreemd vermogen kan de onderneming alleen aantrekken als de leiding de toegang tot de kapitaalmarkt heeft opengehouden. Zij moet er voor zorgen dat bij voorbeeld aandeelhouders bereid blijven vermogen in de onderneming te stoppen. Dat kan alleen als de onderneming een rendement heeft dat voor de aandeelhouders bevredigend is en haar dividendpolitiek afstemt op hun eisen.

### Voorbeeld voortzetting

De onderneming van Huibers heeft een geslaagd jaar achter de rug. Voor het komende jaar wil Huibers zicht op de ontwikkeling van de liquiditeiten. Daartoe wenst hij een liquiditeitsbegroting op te stellen. De onderneming heeft aan het begin van het tweede jaar (na 14 maanden) de volgende balans:

Balans per 1-1-jaar 2			
Machine	€ 464.000,-	Eigen vermogen	€ 174.000,-
Grondstoffen	€ 4.000,-	Lang Vreemd vermogen	€ 305.000,-
Vorr. eindproducten	€ 25.000,-		
Debiteuren	€ 36.000,-		
Rekening courant	€ 91.000,-		
Kas	€ 8.000,-		
	<u>€ 628.000,-</u>		<u>€ 628.000,-</u>

- De onderneming verkoopt haar producten tegen een verkoopprijs van € 24,00. De afzet is onderhevig aan seizoensinvloeden. Het afgelopen jaar was de afzet in november 800 stuks en in december 700 stuks. Voor het komend half jaar verwacht Huibers een afzet van 750 stuks per maand. De productie is iedere maand gelijk: 1000 stuks.
- De kostprijs van een product (excl. interestlasten) is als volgt opgesteld:

afschrijvingskosten machine	€ 8,-
arbeidskosten	€ 8,-
grondstofkosten	€ 4,-
	<u>          </u>
kostprijs	€ 20,-
- De kosten van de machine bestaan alleen maar uit afschrijvingskosten.
- De grondstoffen worden steeds om de drie maanden aangeschaft ter grootte van de productie van 3000 stuks. De laatste aanschaf was eind oktober.
- De onderneming betaalt de lonen maandelijks. De grootte van dit bedrag is gelijk aan de loonkosten.

- De interestlasten bedragen € 36.000,- per jaar. De rente moet aan het eind van elk kwartaal betaald worden.
- De productie wordt steeds op het begin van een maand gestart en is op het eind van de maand klaar. In het begin van de volgende maand worden de producten op rekening verkocht. De afnemers betalen na twee maanden.
- De onderneming mag maximaal € 23.000,- rood staan op haar rekening-courant.
- De leiding wenst een auto aan te schaffen voor de verkoopdienst. De auto kost € 120.000,-. Dit bedrag zal in februari betaald moeten worden.

### *Gevraagd*

Stel de liquiditeitsbegroting op voor de maanden januari tot en met april.

### *Analyse*

De onderneming verwacht inkomsten omdat afnemers hun facturen betalen (post debiteuren). De bedragen zijn gelijk aan de afzet van twee maanden geleden maal de verkoopprijs. In januari betalen de debiteuren de leveranties van november, in februari de leveranties van december, etc.

De uitgaven die te verwachten zijn bestaan uit de betaling van de grondstoffen, de lonen, de rente en de investering in de auto. Het bedrag van de uitgaven voor grondstoffen staat onder de post crediteuren omdat de onderneming ze na één maand betaalt. Dit bedrag is ter grootte van de afzet van de komende drie maanden maal de grondstofkosten per eenheid product. In december zijn grondstoffen ingekocht en in maart koopt de onderneming weer in.

De loonuitgaven zijn iedere maand hetzelfde en zijn gelijk aan de productie maal de loonkosten per stuk product. De onderneming betaalt in maart een kwart van de jaarlijkse interestlasten.

<i>bewerking:</i>	januari	februari	maart	april
stand liquide middelen bij begin maand	€ 99.000,-	€ 110.200,-	- € 13.000,-	- € 12.000,-
inkomsten:				
debiteuren	€ 19.200,-	€ 16.800,-	€ 18.000,-	€ 18.000,-
uitgaven:				
crediteuren		- € 12.000,-		
lonen	- € 8.000,-	- € 8.000,-	- € 8.000,-	- € 8.000,-
rente			- € 9.000,-	
investering		- € 120.000,-		
mutatie	€ 11.200,-	- € 124.000,-	€ 1.000,-	€ 10.000,-
stand liquide middelen bij einde maand	€ 110.200,-	- € 13.000,-	- € 12.000,-	- € 2.000,-
restant limiet rekening courant op einde maand	€ 23.000,-	€ 10.000,-	€ 11.000,-	€ 21.000,-

#### *Controle:*

Een grove schatting kan zijn dat men de ontvangsten bepaalt op basis van de afzet van de maanden november tot en met februari:  $(800 + 700 + 750 + 750) \times € 24,- = € 72.000,-$ . De uitgaven zijn grofweg te bepalen op basis van de productie in de maanden januari tot en met april, en deze productie te vermenigvuldigen met de kostprijs exclusief de afschrijvingen:  $4 \times 1000 \times (€ 8,- + € 4,-) = € 48.000,-$ .

De liquide middelen zouden in dat geval met  $€ 72.000,- - € 48.000,- = € 24.000,-$  moeten toenemen. De liquide middelen zijn volgens de begroting echter met  $€ 101.000,-$  afgenomen, zodat het verschil  $€ 125.000,-$  bedraagt. Nadere analyse leert dat het verschil te verklaren is door de investering in de auto ( $€ 120.000,-$ ), het betalen van de rente ( $€ 9.000,-$ ) en de afname van de voorraad grondstoffen ( $€ 4.000,-$ ), tezamen  $€ 129.000,- - € 4.000,- = € 125.000,-$ .

### **Vragen**

- 1 Staan afschrijvingskosten op een liquiditeitsbegroting?
- 2 Waarom wijkt de feitelijke vermogensstructuur van een onderneming vaak af van de optimale vermogensstructuur?

[\(Terug naar het begin\)](#)

## 19.2 Cash management

Het beheren van de dagelijkse kasstromen is een van de belangrijkste taken van het cash management. Cash management kan door de afstemming van de werkelijke uitgaven en ontvangsten op de planning van de uitgaven en ontvangsten voorkomen dat de onderneming in betalingsproblemen komt.

Ook moet diegene die het cash management als taak heeft, er voor waken dat de onderneming niet een te groot kassaldo krijgt. Overtollige liquide middelen kan een bedrijf tijdelijk beleggen zodat het daarover een rente vergoed krijgt of ze kunnen gebruikt worden om rekening courant af te lossen en daarmee interestlasten uit te sparen. Bij het beheer van de liquide middelen spelen liquiditeitsbegrotingen een grote rol.

Het cash management is met name bij grote ondernemingen van groot belang. Grote concerns bestaan uit meerdere ondernemingen, die ieder hun eigen kasstroom opwekken. Vooral als een deel van de dochterondernemingen van een concern zich in het buitenland bevindt, is het coördineren en beheren van de totale kasstroom een verantwoordelijke taak.

Een groot concern maakt van dag tot dag een planning van de liquide middelen. Dat loont de moeite omdat grote concerns geregeld een paar miljoen euro in 'kas' hebben gedurende enkele dagen. Zetten zij dit geld voor enkele dagen tegen intrest uit, dan ontvangen zij daar een redelijk bedrag aan interest over.

Een andere taak van cash management is de risico's ten aanzien van de kasstromen te beperken. Zo loopt bij voorbeeld een bedrijf een financieel risico als zij exporteert en betaald krijgt in buitenlandse valuta. In de tijdspanne tussen het moment van het afsluiten van de overeenkomst en het moment dat de buitenlandse afnemers betalen, kan de desbetreffende buitenlandse munt in waarde dalen.

Het bedrijf ontvangt dan in euro's gerekend minder dan dat zij dacht toen zij de overeenkomst afsloot (tenzij de overeenkomst in euro's is opgemaakt). Heeft de leiding haar liquiditeiten gepland op basis van de oude hogere koers dan zal zij de liquiditeitsbegroting moeten bijstellen, en een verlies accepteren.

Een onderneming kan zich ook tegen dit risico indekken op de valuta-termijnmarkt. Op deze markt kan zij een optie kopen. Zo'n optie geeft haar het recht om in de nabije toekomst buitenlandse valuta te verkopen tegen een vastgestelde koers. Om haar valuta-risico af te dekken, dient zij op het moment dat zij een exportorder ontvangt, een optie te kopen. Deze optie geeft haar het recht buitenlandse valuta

tegen de huidige wisselkoers te verkopen. De optie mag pas aflopen op het moment dat de buitenlandse afnemer moet betalen en het bedrag moet ter grootte zijn van het orderbedrag.

Daalt de koers van de buitenlandse valuta in de tussentijd dan kan het bedrijf gebruik maken van deze optie. In dat geval ontvangt zij het bedrag tegen de oude hogere wisselkoers. Het afdekken van risico's op de termijnmarkt brengt kosten met zich mee. Het bedrijf moet de opties aanschaffen. De financiële leiding zal moeten afwegen of het risico zo groot is dat de kosten van het afdekken verantwoord zijn.

Een bedrijf kan met een ander financieel risico geconfronteerd worden als de prijs van de grondstoffen erg fluctueert. Als de prijzen van grondstoffen stijgen, zal de onderneming toch grondstoffen moeten aanschaffen. Immers als de grondstoffenvoorraad van het bedrijf uitgeput is, stopt de productie. Een onverwachte stijging van de grondstofprijzen kan een bedrijf dwingen meer uit te geven aan grondstoffen dan gepland was.

Als deze prijsstijging slechts ten dele door te rekenen is in de verkoopprijs, brengt de stijging van de grondstofkosten verliezen met zich mee. Daarom dekken sommige bedrijven zich in tegen het risico van prijsstijgingen op de goederen-termijnmarkt.

### **VALUTAIRE TEGENWIND IS GEEN NATUURRAMP**

*'Valutaire tegenwind' zal nooit meer in ons jaarverslag te lezen zijn, want dan zou ik mijn werk niet goed hebben gedaan. Deze ontboezeming van de treasurer van Heineken brengt het schaamrood op de kaken van menig ondernemer uit het midden- en kleinbedrijf die momenteel harde klappen krijgt van de duikelende dollar. Was ik maar net zo alert geweest als de bier-treasurer, dan had ik nu niet met de brokken gezeten.*

*Of het nu is uit onwetendheid, ondeskundigheid of gewoon omdat ze er geen tijd voor hebben, de gemiddelde Nederlandse exporteur heeft de laatste weken aanzienlijke bedragen verspeeld door de val van de dollar, de lire, de peseta en het pond sterling.*

*Er is één troost, het zijn écht niet alleen de kleintjes die het jojoën van de dollar als een natuurverschijnsel over zich heen laten komen. Ook grote, multinationalaal opererende ondernemingen halen bij voortduring de stormen op de valutamarkt aan om tegenvallers goed te praten. (...)*

*Als bedrijven al een valutarisico onderkennen, is de blik vaak beperkt tot de 'transactie-exposure'. Het ontstaat op het moment dat bijvoorbeeld een varkensexporteur een transactie doet met een Italiaanse producent van Parma-hammen. Er komt een kasstroom in lires op het Nederlandse bedrijf af en daar moet een valutabeleid mee worden gevoerd.*

*Vaak wordt echter geen actie ondernomen. De groep die wel een actief valutabeleid voert, beperkt het blikveld nog té vaak tot het banksaldo. Betalingen in vreemde valuta die onderweg zijn, blijven buiten beeld terwijl de 'valuta-exposure' van een bedrijf er fundamenteel door kan worden gewijzigd. (...)*

*(Het Financiële Dagblad, de datum is verwijderd).*

### Vragen:

3 Leidt een bedrijf ook valutarisico's als het leveranciers buiten de eurozone moet betalen?

[\(Terug naar het begin\)](#)

## 19.3 Openhouden kapitaalmarkt

Als beleggers interesse hebben in de aandelen van een onderneming is dat gunstig voor die onderneming. De onderneming heeft dan altijd de mogelijkheid nieuwe aandelen te plaatsen. Met het uitgeven van nieuwe aandelen kan zij haar eventuele investeringsplannen financieren. Ook als de onderneming op dit moment géén extra vermogen heeft, is het zaak de interesse van beleggers te koesteren.

Wellicht maakt de onderneming in de toekomst plannen die het aantrekken van extra vermogen noodzakelijk maken en dan moet zij een beroep doen op de kapitaalmarkt. Daarom is het van groot belang dat de bedrijfsleiding de toegang tot de kapitaalmarkt openhoudt. Dit is dan ook een belangrijke taak van het financieel management naast andere belangrijke beslissingen (zoals aantrekken van vermogen, beoordelen investeringsmogelijkheden e.d.).

Als het financieel management weet waarom beleggers de aandelen van de onderneming aantrekkelijk vinden, kan zij daarop inspelen. Beleggers hanteren een rendements-eis. Zij willen op hun beleggingen minimaal een zeker rendementspercentage behalen, anders neemt hun interesse af. Dit percentage hangt af van het rendement dat zij op andere beleggingen kunnen behalen. Immers zij kunnen hun geld ook elders beleggen.

Met behulp van het rendementspercentage kan een belegger bepalen wat voor hem een aandeel van een bedrijf waard is. Dat is het bedrag dat uitgezet op de bank tegen dit rendementspercentage zo'n interest oplevert, dat die interest gelijk is aan het dividend dat hij verwacht te krijgen op een aandeel. Dit heet de *rentabiliteitswaarde* van een aandeel.

Een belegger verwacht bijvoorbeeld dat een bedrijf jaarlijks € 10,- per aandeel aan dividend zal uitkeren en hij stelt 8% als rendementseis. In dat geval is de rentabiliteitswaarde € 125,-. Immers een bedrag van € 125,- levert bij de bank en uitgezet tegen een rentepercentage van 8% een interest van € 10,- op.

De rentabiliteitswaarde van een aandeel is niet voor alle beleggers hetzelfde. Zij kunnen andere verwachtingen hebben ten aanzien van de toekomstige winsten en dividendbetalingen van een bedrijf. Kan een belegger een aandeel kopen voor

minder dan de door hem geschatte rentabiliteitswaarde, dan zal hij dat waarschijnlijk doen, vooral als hij verwacht dat het aandeel in waarde gaat stijgen.

De *intrinsieke waarde per aandeel* kan bij beleggers ook een rol spelen bij de beoordeling. De intrinsieke waarde is het verschil tussen de bezittingen van een onderneming en haar schulden, ofwel het verschil tussen het totaal aan activa en het vreemde vermogen. De intrinsieke waarde geeft in principe de waarde van een onderneming aan als zij haar activiteiten zou beëindigen.

Wordt de onderneming opgeheven, dan is de verkoopopbrengst van de bezittingen in de eerste plaats bestemd om het vreemde vermogen af te lossen. Wat vervolgens overblijft van de verkoop, zal verdeeld worden over de eigenaren. Niet elke belegger zal bij het bepalen van de balanswaarde van de activa uitgaan. De uitkomst is afhankelijk van de inschatting van de waarde van de activa. Hoe hoger de beleggers de intrinsieke waarde per aandeel inschatten, hoe meer interesse zij hebben.

Om de kapitaalmarkt open te houden, is het dus van belang te weten hoe beleggers de onderneming inschatten. Worden de aandelen van een onderneming verhandeld op de effectenbeurs, dan heeft de ondernemingsleiding zicht op de waardering van de onderneming door de beleggers. Zij kan immers de koersontwikkeling van haar aandelen volgen op de effectenbeurs.

De beurskoers komt tot stand door vraag en aanbod. Hebben beleggers interesse in de aandelen dan zal de vraag toenemen en het aanbod zal dalen. In dat geval stijgt de koers. Als zij geen interesse hebben zal de vraag afnemen en het aanbod stijgen. Koersval is dan het gevolg.

Een hoge beurskoers is voor een onderneming gunstig. De onderneming kan dan makkelijk nieuw vermogen aantrekken. De leiding van een onderneming kan een positieve invloed op de beurskoers uitoefenen door de winstgevendheid of de dividenduitkeringen te vergroten.

Beleggers stellen dan de door hen geschatte rentabiliteitswaarde van het aandeel naar boven bij. Beleggers die de rentabiliteitswaarde hoger inschatten dan de beurskoers, zullen aandelen kopen. Daardoor stijgt de vraag en zal ook de beurskoers stijgen tot zij de gemiddelde rentabiliteitswaarde benadert.

Informatie waar beleggers uit afleiden dat de winst zal gaan stijgen, leidt tot koersstijging. Anderzijds heeft slecht nieuws over een bedrijf tot gevolg dat de koersen inzakken. Soms treedt deze koersaanpassing op voordat de officiële bekendmaking plaats vindt doordat informatie via het informele circuit weglekt. De bedrijfsleiding kan proberen de informatie met betrekking tot haar bedrijf in een zo'n gunstig

mogelijk licht te plaatsen. Dat kan een gunstige effect op de koers hebben. Zij moet echter wel betrouwbare informatie geven, anders kan er een vertrouwensbreuk ontstaan. De interesse van beleggers is dan verdwenen.

De leiding heeft ook invloed via haar dividendpolitiek. Als een onderneming slechts een klein deel van haar winst als dividend uitkeert, hoeft dat geen koersdaling met zich mee te brengen. Zolang de beleggers er van overtuigd zijn dat de ingehouden winst in de toekomst tot een hoger dividend leidt, zullen zij tevreden zijn. Is dat niet het geval, dan zullen de beleggers geneigd zijn de aandelen af te stoten. De beurskoers zal dan dalen of minder snel stijgen.

### Vragen

- 4 Waarom moet een onderneming de kapitaalmarkt openhouden, ook al heeft zij geen behoefte aan extra vermogen?
- 5 Kan het bericht dat de bedrijfstak waarin een bedrijf opereert gemiddeld beter is gaan draaien, leiden tot een koersstijging.

[\(Terug naar het begin\)](#)

## 19.4 De emissie van aandelen

Als de beurskoers gunstig is, kan een onderneming overwegen nieuwe aandelen uit te geven. Op die manier kan zij haar eigen vermogen uitbreiden, zodat er investeringsruimte ontstaat (financieringsfunctie van het eigen vermogen). Wil een onderneming aandelen uitgeven (emitteren), dan moet zij in contact komen met geïnteresseerde beleggers.

Beleggers willen de condities van de aandelenemissie kennen, voordat zij besluiten of zij zich inschrijven op de emissie. Daartoe geeft de onderneming een *emissieprospectus* uit: een brochure waarin belangstellenden kennis kunnen nemen van de condities van de emissie, zoals de koers van de nieuwe aandelen, en het aantal nieuwe aandelen dat zij wil plaatsen. De ondernemingsleiding moet deze condities goed overwogen hebben, immers het succes van de emissie staat of valt daarmee.

Een van de belangrijkste condities is de *emissiekoers*, de koers waarvoor de onderneming de aandelen uitgeeft. De ondernemingsleiding wil het liefst een zo hoog mogelijke emissiekoers. Hoe hoger de koers, hoe minder aandelen uitgegeven hoeven te worden. Stelt de leiding de emissiekoers echter te hoog vast, dan hebben beleggers géén interesse en zal de emissie mislukken. De beurskoers kan als richtsnoer dienen voor de emissiekoers. De beleggers zijn bereid de beurskoers te betalen om een aandeel van de onderneming te verwerven.

Toch is het niet verstandig de emissiekoers gelijk te stellen aan de beurskoers. Er zit enige tijd tussen het publiceren van de prospectus en de feitelijke emissie. Als in deze periode de beurskoers zakt, kan de beurskoers onder de emissiekoers komen te liggen. In dat geval zal de emissie mislukken. Daarom kiest de bedrijfsleiding vaak voor een marge tussen de emissiekoers en de beurskoers. Zolang de beurskoers minder daalt dan deze marge, heeft de emissie een goede kans.

De ondernemingsleiding kiest vaak zulke condities dat het voordeel van de marge aan de huidige aandeelhouders toevalt. Het is immers voor de huidige aandeelhouders zuur als buitenstaanders aandelen zouden kopen voor een prijs onder de marktwaarde. Het voordeel valt toe aan de huidige aandeelhouders, als zij met voorrang de nieuwe aandelen mogen kopen.

Voor elk aandeel dat zij hebben, krijgen de aandeelhouders daarom een *claim*. Een bepaald aantal claims geeft het recht om een nieuw aandeel te kopen. Dit aantal wordt bepaald door de verhouding tussen de reeds uitstaande aandelen tegenover de te emitteren aandelen.

Niet alle huidige aandeelhouders zullen van plan zijn deel te nemen in de aandelenemissie. Zij die geen gebruik willen maken van hun claims, kunnen de claims verkopen aan anderen. Daardoor kunnen ook beleggers die nog géén aandeel in de onderneming hebben de nieuwe aandelen aanschaffen (of kunnen aandeelhouders die over te weinig claims beschikken het benodigde aantal bijeen krijgen).

De prijs waarvoor deze claims verhandeld worden, zal afhangen van het verschil tussen de beurskoers en de emissiekoers. Hoe groter dit verschil is, hoe gunstiger het is om aandelen aan te schaffen via de emissie in plaats van te kopen op de effectenbeurs, en hoe hoger dus de claimwaarde zal zijn. Daarnaast is van invloed het aantal claims dat nodig is voor het recht op een te emitteren aandeel. Hoe meer claims nodig zijn, hoe lager de prijs zal liggen.

$$\text{waarde claim} = \frac{\text{beurskoers} - \text{emissiekoers}}{\text{geplaatste aandelen} / \text{te plaatsen aandelen}}$$

Als de beurskoers laag is, zal een bedrijf niet snel een aandelenemissie overwegen. Het bedrijf moet dan veel aandelen uitgeven, waardoor de dividend per aandeel sterk afneemt. Heeft het bedrijf toch investeringsplannen en heeft het extra vermogen nodig, dan is het aangewezen op vreemd vermogen.

Wil de bedrijfsleiding in de toekomst toch méér eigen vermogen, dan kan ze kiezen voor een *converteerbare obligatielening*. Een converteerbare obligatielening is een

obligatielening waarvan de houders het recht hebben de obligatie te zijner tijd om te wisselen in aandelen. Deze speciale conditie staat vermeld in de prospectus van de obligatie. In de prospectus wordt de omwisseling (conversie) precies omschreven: wat is de ruilverhouding en wanneer kan de conversie plaats vinden.

De *conversiekoers* is de aanschafprijs van een aandeel als het aangeschaft wordt via een conversie van obligaties. Deze conversiekoers is te bepalen door de (nominale) waarde van de obligatie te delen door het aantal aandelen dat de conversie van één obligatie oplevert. Soms moet de obligatiehouder een bedrag bijbetalen als hij converteert. In dat geval moet de waarde van de obligatie met de bijbetaling vermeerderd worden.

$$\text{conversiekoers} = \frac{\text{waarde obligatie} + \text{bijbetaling}}{\text{aantal aandelen per obligatie}}$$

Bedrijven geven een converteerbare obligatielening uit als zij de huidige beurskoers te laag vinden. Zij verwachten dat de nieuwe investering hun winst zal doen toenemen. Als dat het geval is, zal de beurskoers stijgen. Als de beurskoers boven de conversiekoers komt, zullen waarschijnlijk de meeste obligatiehouders hun obligaties converteren. Op dat moment neemt het aandelenvermogen van het bedrijf toe.

Deze nieuwe aandelen zijn dan echter tegen een koers geplaatst, die gunstiger voor het bedrijf is dan als een aandelenemissie had plaatsgevonden op het moment van de investering (het moment van de uitgifte van de converteerbare obligatie)

### **Voorbeeld:**

Een bedrijf heeft vanwege een op handen zijnde investering extra vermogen nodig ter waarde van € 950.000,-. Het overweegt een aandelenemissie of het plaatsen van een converteerbare obligatielening.

Als het bedrijf kiest voor een aandelenemissie, zal het de emissiekoers vaststellen op 95% van de beurskoers. De beurskoers is op dit moment € 200,-. Het aantal geplaatste aandelen is 20.000 stuks. De emissie vindt plaats met claims.

Als het bedrijf kiest voor een converteerbare obligatielening dan is een obligatie van € 1.000,- om te wisselen in 4 aandelen. De obligatiehouder moet bij conversie € 300,- bijbetalen.

Het bedrijf verwacht dat de investering de winst zal toenemen en dat in dat geval op een aandelenkoers van € 400,- gerekend mag worden.

### Gevraagd

- a Bepaal de conversiekoers.
- b Bepaal de emissiekoers.
- c Bepaal de claimwaarde.
- d Wat raadt u aan: een emissie van aandelen of van converteerbare obligaties?

### Analyse

Verwacht de bedrijfsleiding een forse stijging van de aandelenkoers, dan kan zij een emissie van aandelen beter uitstellen; de emissie kan dan later onder betere condities plaatsvinden. Ligt de conversiekoers onder de te verwachten koers, dan zullen obligatiehouders hun obligaties converteren.

#### a. *Bewerking*

conversiekoers = € 325,- per aandeel  $((€ 1.000,- + € 300,-) / 4 \text{ aandelen})$ .

#### b. *Bewerking*

emissiekoers = € 190,- per aandeel  $(95\% \times € 200,-)$ .

#### c. *Bewerking*

Bij een emissiekoers van € 190,- per aandeel moet het bedrijf 5.000 aandelen uitgeven  $(€ 950.000,- / € 190,- \text{ per aandeel})$ .

claimwaarde =  $(€ 190,- - € 200,-) / (20.000 / 5.000) = - € 2,50 \text{ per aandeel}$ .

### Controle:

Bij controle valt de negatieve claimwaarde op. Een negatieve claimwaarde kan alleen optreden als de emissiekoers boven de beurskoers ligt (dan mislukt overigens de emissie). In dit geval is de emissie koers (€ 190,-) lager dan de huidige beurskoers (€ 200,-). Er is een fout gemaakt, de emissiekoers en de beurskoers zijn omgedraaid. De claimwaarde is:

claimwaarde =  $(€ 200,- - € 190,-) / (20.000 / 5.000) = € 2,50 \text{ per aandeel}$ .

#### d. *Antwoord*

Een converteerbare obligatielening is te prefereren; immers de emissiekoers ligt fors onder de verwachte koers van € 400,-; de obligaties zullen waarschijnlijk na uitvoering van de investering geconverteerd worden omdat de conversiekoers onder deze verwachte koers ligt.

### Vragen

- 6 Waarom mislukt een emissie als de beurskoers lager is dan de emissiekoers?
- 7 Zal een bedrijf een converteerbare obligatielening uitgeven waarbij de conversiekoers lager ligt dan de beurskoers tijdens de uitgifte?

[\(Terug naar het begin\)](#)

## Antwoorden op de vragen uit hoofdstuk 19

- 1 De afschrijvingskosten staan niet op een liquiditeitsbegroting omdat het kosten zijn die geen uitgaven met zich meebrengen.
- 2 Voor het vaststellen van de optimale vermogensstructuur is een schatting nodig van de ontwikkeling van de totale vermogensbehoefte over meerdere jaren. Op basis van deze schatting neemt de leiding beslissingen over extra aan te trekken eigen en lang vreemd vermogen.

Achteraf zal waarschijnlijk blijken dat de werkelijke vermogensbehoefte zich anders ontwikkelt dan de geschatte. Omdat het aantrekken van eigen vermogen of lang vreemd vermogen een langdurige aangelegenheid is, zal de bedrijfsleiding dit slechts incidenteel doen.

- 3 Een stijging van desbetreffende valutakoers betekent voor het bedrijf dat het in euro's gerekend méér moet betalen aan de buitenlandse leveranciers.
- 4 Als een onderneming geen investeringsplannen in de nabije toekomst heeft, betekent dat niet dat het management zich de mogelijkheid moet ontnemen. Wellicht heeft zij over enkele jaren wel investeringsplannen, en is het dan van groot belang dat zij extra vermogen kan aantrekken.
- 5 Ja, de beleggers zullen waarschijnlijk verwachten dat de winst van een onderneming gaat toenemen als de bedrijfstak waarin zij opereert beter gaat draaien.
- 6 In dat geval kunnen beleggers een aandeel goedkoper aanschaffen door een aandeel te kopen van een bestaande aandeelhouder (tegen de beurskoers), dan door in te schrijven op de aandelenemissie (tegen de emissiekoers).
- 7 Nee, in dat geval had het bedrijf beter meteen een aandelenemissie kunnen plaatsen.

[\(Terug naar het begin\)](#)