



Eigen vermogen, vreemd vermogen

Auteur(s):

Loo, P.D. van
Zonderland, C.J.

Werkzaam bij de Nederlandsche Bank, Agentschap Wassenaar. Met dank aan Marius van Nieuwkerk, Piet Buitelaar, Hans Groeneveld en Carlo Winder voor behulpzaam commentaar.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4225, pagina 760, 15 oktober 1999

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

financiering

Werken bedrijven met eigen of met vreemd vermogen? En wat bepaalt die keuze?

Technologische ontwikkelingen, deregulering en liberalisering van de financiële markten en in het verlengde daarvan de vorming van één Europese geld- en kapitaalmarkt, vormen impulsen voor veranderingen in de financiering van bedrijven. Dit artikel geeft zicht op de aard van de veranderingen en de motieven die hierbij van belang zijn. We baseren ons op gesprekken van regiodirecteuren van De Nederlandsche Bank met een honderdtal niet-financiële, al of niet beursgenoteerde, ondernemingen, banken, institutionele beleggers en accountants.

De behoefte aan extern vermogen

In de jaren negentig ontstond in Nederland een gunstig emissieklimaat. De rendementen van bedrijven gingen omhoog en de rente daalde. De belangstelling bij institutionele beleggers en particulieren voor beleggen in aandelen nam toe. Het overgrote deel van de bedrijven heeft inmiddels het eigen vermogen op het gewenste niveau gebracht (veelal met een solvabiliteit tussen veertig en zestig procent) en de balans gezond gemaakt. Over het algemeen beschikken de ondernemingen, dankzij een hoge solvabiliteit en cashflow, over ruime interne middelen. Een kwart tot een derde kan zelfs volledig met eigen middelen in de vermogensbehoefte voorzien.

Bij hun investeringsbeslissing gaan de meeste ondernemingen niet uit van de (thans lage) kosten van vermogen, maar stellen intern een rendementseis voor investeringen die aanmerkelijk hoger ligt dan de vermogenskosten, namelijk rond de vijftien procent. In deze benadering is nieuw vermogen nooit goedkoop en zal alleen nieuw kapitaal worden aangetrokken als aannemelijk is dat hierop binnen niet al te lange termijn eenzelfde rendement kan worden gehaald als op het reeds aanwezige kapitaal.

De keuze tussen vermogensvormen

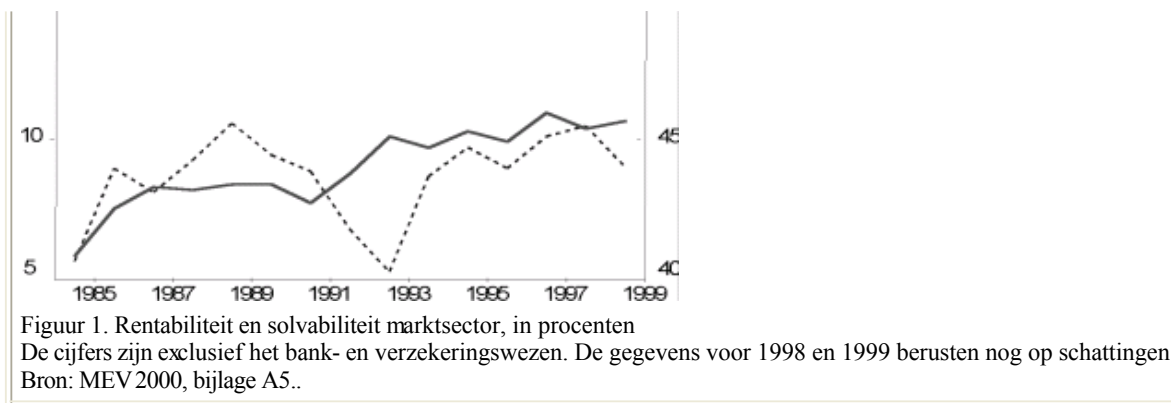
Bedrijven die recent extern vermogen hebben aangetrokken maakten hun keuze tussen vermogensvormen doorgaans op grond van de vermogenskosten en het gewenste evenwicht tussen rentabiliteit en solvabiliteit. Het openhouden van zoveel mogelijk financieringskanalen is ook een doel op zich. Zo vinden bedrijven het belangrijk om de vrijheid te hebben op momenten die zij gezien de marktomstandigheden het meest geschikt achten financiële transacties ten behoeve van overnames en expansie te verrichten. Zeggenschap speelt voornamelijk een rol bij de keuze tussen vermogensvormen bij familiebedrijven.

Rentabiliteit versus solvabiliteit

De kosten van de verschillende vermogensvormen spelen op dit moment geen doorslaggevende rol bij de keuze van de vermogensstructuur. De netto kosten (na aftrek van belasting) van zowel vreemd als eigen vermogen zijn historisch gezien laag.

Veel belangrijker dan de kosten vinden vooral de grotere ondernemingen een goed evenwicht tussen een zo hoog mogelijke rentabiliteit en voldoende solvabiliteit. Inbreng van vreemd vermogen vergroot de hefboomwerking en dus de rentabiliteit van het eigen vermogen. Eerst moet echter het eigen vermogen op een voldoende hoog niveau liggen. Een groot eigen vermogen wordt als zeer belangrijk gezien omdat het een buffer biedt bij tegenvallende resultaten. De aandeelhouders zullen in slechte tijden 'de paraplu niet dichtklappen', terwijl veel bedrijven mede door slechte ervaringen in het verleden bang zijn dat banken dat wel zullen doen. Daarnaast is de solvabiliteit een belangrijke ratio voor derden. Banken, beleggers, maar ook opdrachtgevers, met name in de bedrijfstakken waar veel voorfinanciering nodig is zoals in de bouw, beoordelen bedrijven op de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen.

Op dit moment zijn veel bedrijven met voldoende solvabiliteit door het aantrekken van vreemd vermogen bezig de hefboomwerking weer te vergroten ten gunste van de rentabiliteit en de waarde van de onderneming (zie [figuur 1](#))¹. Hierdoor, alsmede door een relatief hoog winstniveau, blijft het aantal ondernemingen dat recent het aandelenkapitaal heeft vergroot vrij bescheiden.



Lenen op de geld- en kapitaalmarkt

Beursgenoteerde ondernemingen hebben een groeiende interesse voor het rechtstreeks plaatsen van schuldtitels op de geld- en kapitaalmarkt. De meeste grote internationaal georiënteerde ondernemingen hebben het afgelopen jaar kortlopend schuld papier en/of (converteerbare/achtergestelde) obligatieleningen uitgegeven danwel onderhandse leningen geplaatst. Motieven hiervoor zijn het benutten van alle financieringskanalen en het opdoen van ervaring met een bepaalde financieringsvorm. Dit laatste houdt verband met de monetaire integratie die naar de verwachting van de bedrijven een belangrijke impuls kan geven aan de vorming van een Europese geld- en kapitaalmarkt. De ontwikkelingen in de eerste helft van 1999 bevestigen dit beeld. De ervaringen met het rechtstreeks plaatsen van schuldtitels zijn unaniem positief: het geld is gemakkelijk en snel te verkrijgen tegen een lage rente en met een lange looptijd. Het leeuwendeel van de bedrijven zonder beursnotering lijkt echter geen rechtstreekse toegang te hebben tot de geld- en kapitaalmarkt.

Bankkrediet

Ondanks het aanzwellen van de financiële stromen buiten het bankwezen om, blijft het opnemen van bankkrediet kwantitatief de belangrijkste bron van vreemd vermogen voor het bedrijfsleven, zoals blijkt uit de hoge groeipercentages van de niet-hypothecaire kredieten. Het historisch lage niveau van de rente kan deze ontwikkeling maar deels verklaren. Banken wijzen vooral op de toegenomen activiteit op het terrein van overnames en 'management buy outs'. Grote en middelgrote ondernemingen kunnen vaak alleen nog groeien via overnames, wat gepaard gaat met kredietopname. Dit is ook veelvuldig het geval wanneer kleinere familiebedrijven worden verkocht aan kinderen of het huidige management. Diverse bedrijven hebben de afgelopen periode van hoge winstgroei en een beperkte kredietbehoefte benut om bij een bank 'stand by faciliteiten' af te sluiten voor toekomstige investeringen. Dit illustreert de tendens tot langere looptijden.

Zeggenschap

Bij beursgenoteerde ondernemingen speelt de zeggenschap nauwelijks een rol bij de keuze tussen verschillende vermogensvormen. Wel probeert een aantal ondernemingen vijandige overnames te voorkomen door beschermingsconstructies of schaalvergroting (door zelf bedrijven over te nemen). Bij familiebedrijven speelt zeggenschap juist wél een rol. Hun belangstelling voor een beursintroductie is ondanks de sterk gestegen koersen gering. De daaruit voortvloeiende wijziging in de zeggenschapsverhoudingen is daarvoor de belangrijkste reden. Een beursgenoteerde onderneming zal immers moeten voldoen aan de rendementsverwachtingen van de aandeelhouders, waardoor soms zelfs de strategie zal moeten worden aangepast. Ook wordt de regelgeving rond de NV, zoals de openbaarheid van jaarcijfers, nadelig genoemd. Tenslotte speelt volgens sommigen een rol dat de Amsterdamse beurs moeilijk toegankelijk is voor kleine bedrijven. De meeste familiebedrijven kunnen echter via andere kanalen voldoende middelen tegen een aantrekkelijke prijs verwerven. Met name de financiering via participatiemaatschappijen is de laatste jaren toegenomen.

Groeiend belang aandeelhouderswaarde

Bij beursgenoteerde ondernemingen komt de voortgaande professionalisering van het vermogensbeheer tot uitdrukking in de toenemende belangstelling voor de aandeelhouderswaarde. Daarmee wordt bedoeld dat de ondernemer zich laat leiden door de invloed van zijn gedrag op de aandelenkoers. Het streven naar een vergroting van de aandeelhouderswaarde komt onder meer tot uitdrukking in meer openheid en informatie richting aandeelhouders en het creëren van een hogere ondernemingswaarde door middel van aanpassingen van de vermogensstructuur, bijvoorbeeld door vergroting van het hefboomeffect (zie hiervoor), splitsing of inkoop van eigen aandelen en door gebruik te maken van specifieke vormen van risicodragend vermogen.

Splitsing en inkoop van eigen aandelen

Doordat kleinere stukken beter verhandelbaar zijn, leidt splitsing van aandelen in het algemeen tot meer waarde bij ongewijzigde ondernemingsstrategie en resultaten. Inkoop van eigen aandelen leidt tot een hogere winst per aandeel. Het kan de verwatering tegengaan die ontstaat door het uitoefenen van personeelsopties en het uitkeren van stockdividend. In beursgenoteerde ondernemingen bedraagt de autonome groei van het aandelenkapitaal jaarlijks gemiddeld drie à vier procent. Door de aandeelhouders wordt inkoop van eigen aandelen meestal beloond. Wel zit er een schaduwzijde aan: het geeft een signaal dat de onderneming kennelijk geen investeringsmogelijkheden meer ziet om liquide middelen renderend aan te wenden.

Specifiek risicodragend kapitaal

Relatief veel ondernemingen kiezen voor achtergestelde leningen die enerzijds meetellen voor het weerstandsvermogen (zie kader), maar anderzijds ook zorgen voor hefboomwerking. Vaak ook is door de in Nederland bij overnames gebruikelijke onmiddellijke 'goodwill-afboeking' achtergesteld vermogen nodig om na een acquisitie het weerstandsvermogen weer op peil te brengen².

Rentabiliteit, solvabiliteit en hefboomwerking

Rentabiliteit: de rentabiliteit van het eigen vermogen is de netto winst als percentage van het eigen vermogen.

Solvabiliteit: de solvabiliteit (in engere zin) van een onderneming is het eigen vermogen als percentage van het totale vermogen. Soms wordt het begrip solvabiliteit in ruimere betekenis gebruikt. Het eigen vermogen wordt dan vermeerderd met het achtergestelde vreemd vermogen en aangeduid als 'weerstandvermogen'.

Hefboomeffect: het hefboomeffect houdt in dat door het gebruik van vreemd vermogen de rentabiliteit van het eigen vermogen kan worden verhoogd, mits de totale rentabiliteit groter is dan de rente op het vreemd vermogen.

Door het aantrekken van bepaalde vormen van risicodragend kapitaal, bijvoorbeeld cumulatief preferente aandelen of converteerbare obligaties, wordt verwatering voorkomen of naar de toekomst verschoven, terwijl een dergelijke lening wel meetelt voor het weerstandvermogen. Daarmee kan de solvabiliteit (in ruimere betekenis) na een acquisitie weer snel op het gewenste niveau worden gebracht. De essentie van preferente aandelen ligt in de creatie van een hefboomwerking binnen het eigen vermogen. De houder van preferente aandelen ontvangt als eerste jaarlijks een vaste vergoeding, het preferente dividend, bijvoorbeeld van zes procent. De winst per aandeel die uitstijgt boven dit dividend valt in zijn geheel toe aan de gewone aandelen. Pas als het rendement onder de zes procent komt, ontstaat een negatieve hefboom. Aangezien bedrijven doorgaans echter streven naar een rentabiliteit van gemiddeld 15%, is dit risico in het algemeen niet zo groot en neemt de aandeelhouderswaarde voor de gewone aandelen bij deze structuur toe.

Bancaire activiteiten van bedrijven

Steeds vaker worden financiële zaken buiten het bankwezen om geregeld, bij grote ondernemingen via zelf opgerichte financieringsmaatschappijen. Door gebruik te maken van zo'n 'inhouse bank', die onder meer zorgt voor betalingen tussen dochterondernemingen, het afdekken van valutaposities en het beheer van de liquide middelen van de gezamenlijke vestigingen, kunnen aanzienlijke kostenbesparingen worden gerealiseerd en hoeft minder gebruik te worden gemaakt van bancair krediet. De overtollige liquide middelen worden ondanks de lage rente vrijwel altijd op kortlopende termijndeposito's bij een bank gezet. Op deze wijze kan men snel reageren als zich overnamekandidaten aandienen. Ook worden liquide middelen gebruikt om schommelingen in de behoefte aan kort geld op te vangen. Bij kleine ondernemingen is meestal weinig aandacht voor het beheer van overtollige kasmiddelen.

Slechts één ondervraagde, beursgenoteerde onderneming heeft een beleggingsportefeuille. Vanuit het oogpunt van aandeelhouderswaarde wordt het aanhouden van een dergelijke portefeuille negatief beoordeeld. Valutaposities die na 'hedging' nog openstaan worden doorgaans selectief afgedekt. Alleen grote beursgenoteerde ondernemingen met een eigen

treasury maken behalve van termijncontracten ook wel gebruik van valuta-opties en andere derivaten. Daarbij gaat het uitsluitend om het afdekken van risicovolle wisselkoersposities en niet om beleggingswinst.

Samenvatting

Zowel grote als kleine bedrijven zijn de laatste jaren veel bewuster gaan letten op de structuur van hun vermogen en dat op een meer professionele wijze gaan beheren. Het zoeken van een goed evenwicht tussen voldoende solvabiliteit en een zo hoog mogelijke rentabiliteit staat centraal bij de keuze tussen vermogensvormen. In deze afweging speelt ook het toenemend belang van het creëren van aandeelhouderswaarde een rol. Dit kan leiden tot aanpassingen van de vermogensstructuur, bijvoorbeeld door het vergroten van de hefboomwerking of inkoop van eigen aandelen om een hogere winst per aandeel te behalen. Ook kan dit leiden tot keuzes voor specifieke vormen van risicodragend kapitaal, waarbij verwatering van de winst per aandeel zoveel mogelijk wordt voorkomen.

Een ander motief bij de keuze van een vermogensvorm is het openhouden van zoveel mogelijk financieringskanalen. Grote ondernemingen willen ervaring opdoen met het rechtstreeks lenen op de geld- en kapitaalmarkt dat de laatste jaren door deregulering en liberalisatie van de financiële markten en technologische ontwikkelingen gemakkelijker is geworden. De euro geeft door het ontstaan van één Europese geld- en kapitaalmarkt een belangrijke impuls aan deze ontwikkeling.

Tenslotte kunnen gewijzigde zeggenschapsverhoudingen een rol spelen bij de keuze van vermogensvorm. Voor grote ondernemingen speelt dit nauwelijks, voor veel familiebedrijven echter wel. Overigens hebben kleine en middelgrote ondernemingen veelal geen toegang tot de kapitaalmarkt en zijn zij aangewezen op bankkrediet. De huidige hoge groeipercentages van de niet-hypothecaire kredieten illustreren de grote rol van banken in het financieringsproces.

1 Uit [figuur 1](#) met macro-economische gegevens voor alle ondernemingen, blijkt dat de solvabiliteit op een hoog niveau blijft en de rentabiliteit iets daalt.

2 Sommige ondernemingen voelen daarom voor het in Amerika gehanteerde systeem dat goodwill wordt geactiveerd en over een periode van dertig jaar wordt afgeschreven.