

## FINANCIËLE KRACHT

# Genoeg vet op de botten

MILJARDEN EURO'S EIGEN VERMOGEN GINGEN VERLOREN, MAAR DE MEESTE AEX-HOOFDFONDSEN STAAN NA VIER CRISISJAREN NOG BEHOORLIJK STERK

De ellende begon in 2008 met de kredietcrisis en het einde is nog lang niet in zicht. Alle reden dus voor bedrijven om hun financiële weerbaarheid op peil te houden. Tot nu toe is er voor de meeste grote beursfondsen weinig aan de hand, maar voor sommige wordt het oppassen. Zeker bij PostNL is de situatie nijpend.

Ron Kosterman Illustraties Kaayman

Jan Smith hield het maar kort vol als hoogste baas van Reed Elsevier. De Brit volgde begin 2009 zijn landgenoot Crispin Davis op en was acht maanden later alweer vertrokken bij de exploitant van databanken en uitgever van onder meer wetenschappelijke tijdschriften en *Elsevier*. Een van de voornaamste redenen voor Smiths congé was de onvrede onder beleggers over de door hem geïnitieerde uitgifte van nieuwe aandelen in juli 2009. Voor beleggers kwam die als een totale verrassing. De koers van Reed Elsevier klapte dan ook in elkaar.

Achteraf moet Smith worden geprezen. Het concern stond er financieel beroerd voor. Eind 2008 bedroeg de solvabiliteit van Reed Elsevier (het eigen vermogen als percentage van het balanstotaal) een schamele 7,6 procent. Het bedrijf had in 2008 onder leiding van Davis met geleend geld voor 3 miljard euro het Amerikaanse Choicepoint overgenomen en was overladen met 'vreemd vermogen': schuld en andere verplichtingen. Eind 2007 had Reed Elsevier nog een comfortabele solvabiliteit van 30,5 procent.

Vooral dankzij de aandelenuitgifte onder Smith kon Reed Elsevier zich de afgelopen jaren herstellen. Medio 2011 bedroeg de solvabiliteit 18,6 procent. Niettemin is het concern een van de grote verliezers onder de huidige AEX-hoofdfondsen wat betreft de ontwikkeling van de solvabiliteit. Om een beeld te krijgen van hoe die bedrijven er na vier jaar economische ellende voor staan, onderzocht *Elsevier* wat er met hun solvabiliteit gebeurde sinds eind 2007 (zie 'Financiële kracht grootste beursfondsen' op pagina 41).

Die solvabiliteit is een belangrijke graadmeter voor de weerbaarheid van een bedrijf. In principe geldt: hoe hoger, hoe beter. Ze is het spreekwoordelijke appeltje voor de dorst. De solvabiliteit geeft aan of een bedrijf in

staat is om tegenvallers op te vangen en op de lange termijn aan zijn financiële verplichtingen te voldoen. Ook bepaalt ze mede hoe makkelijk een onderneming nieuwe leningen kan krijgen. Hoe hoog die solvabiliteit moet zijn, is afhankelijk van het type activiteiten, maar voor beursfondsen geldt doorgaans 25 procent als minimum.

De financiële concerns AEGON en ING Groep ontbreken op de *Elsevier*-lijst, net als de vastgoedbedrijven Corio en Unibail-Rodamco. Hun financiële kracht wordt op een andere manier beoordeeld (zie 'Sterker dankzij de staat' en 'Overtuigd of niet?' op pagina 42). Aluminiumfabrikant Apéram staat er niet op omdat dat bedrijf eind 2007 onderdeel was van ArcelorMittal. PostNL en TNT Express ontbreken ook. Eind 2007 vormden ze samen nog het TNT-concern en

dat maakt een vergelijking onmogelijk (zie 'PostNL zit flink in de knel' op pagina 42).

Nederlandse bedrijven hebben een reputatie hoog te houden. Meestal kwamen ze sterker uit crises. Ze saneerden, stootten onderdelen af, hielden zich koest op het overnamefront en wisten hun resultaten behoorlijk op peil te houden – met positieve gevolgen voor hun financiële kracht. Het beeld is nu wat diffuser. Het beleid van de meeste bedrijven en hun resultaten waren de laatste jaren niet veel anders dan in het verleden tijdens crises, maar toch: van de achttien beursfondsen uit de lijst leverden er tien in op hun solvabiliteit.

Dat is niet altijd erg. DSM verloor iets, maar het biotechbedrijf is met een solvabiliteit van meer dan 50 procent beresterk. Philips leverde fors in, maar staat op 46,7 procent. Zelfs de grootste verliezer, TomTom, had eind september 2011 een behoorlijke solvabiliteit van 37,1 procent. De kwakkelende fabrikant van navigatieapparatuur moest – ten koste van het eigen vermogen – de voorbije jaren vele honderden miljoenen euro's afschrijven op de in 2007 overgenomen kaartenmaker Tele Atlas. Om de grootste nood te lenigen, gaf TomTom in 2009 nieuwe aandelen uit.

## Nijpend

Sowieso scoren veertien van de achttien AEX-fondsen op de lijst dik boven de 25 procent. Ze hebben voorlopig genoeg vet op de botten. Maar zoals gezegd: hoe hoog de solvabiliteit moet zijn, is afhankelijk van de activiteiten. Aan bedrijven die elk jaar enorm investeren in technologie of fabrieken

(neem energieconcern Shell of verfmaker AkzoNobel) worden hogere solvabiliteitseisen gesteld: tussen 35 en 45 procent.

Dat geldt ook voor ondernemingen die voor hun inkomsten afhankelijk zijn van grote orders (baggeraar Boskalis of ingenieursbureau Fugro). En het gaat op voor ondernemingen die grotendeels afhankelijk zijn van de grillen van consumenten (Philips, TomTom en levensmiddelenfabrikanten als Unilever).

Dat gezegd hebbende: deze bedrijven staan er nu nog redelijk tot goed voor. Ronduit nijpend echter is de situatie van PostNL. Het ooit oerdegelijke postbedrijf, actief op een krimpende markt, had eind september een solvabiliteit van iets meer dan 6 procent. Dat komt doordat het zo'n 750 miljoen euro

heeft moeten afboeken op het belang van 29,9 procent in TNT Express dat het heeft sinds de splitsing van het concern in mei vorig jaar. Dat bedrag is van het eigen vermogen van PostNL afgegaan.

De positie van Air France-KLM is – na forse verliezen de afgelopen jaren – ook niet bepaald florissant. De vliegmaatschappij, die toch wordt geacht geregeld in haar vloot te investeren, gaat verder met hard bezuinigen en schuld reduceren.

Hoe dramatisch staan de uitgevers Reed Elsevier en Wolters Kluwer en telecombedrijf KPN er dan voor? Ze bungelen gedrieën onder aan de lijst. Niet dat ze trots kunnen zijn op hun cijfers – zeker het verzwakte Reed Elsevier en het met zichzelf worstelende KPN niet – maar hun toestand is niet kritiek. De hoogte van de solvabiliteit is voor hen

## Financiële kracht grootste beursfondsen

Hoeveel procent van balanstotaal is eigen vermogen?

BEDRIJF	2011*	Eind 2007	Stijging/daling in procentpunten
DSM	53,2	54,7	-1,5
ArcelorMittal	49,8	46,1	3,7
AkzoNobel	49,4	57,8	-8,4
ASML	47,8	46,9	0,9
Shell	47,8	46,7	1,1
Philips	46,7	59,7	-13,0
Fugro	43,5	41,8	1,7
Ahold	39,8	27,9	11,9
Boskalis	37,8	35,5	2,3
TomTom	37,1	68,5	-31,4
Randstad	36,8	30,7	6,1
Heineken	36,5	45,9	-9,4
Unilever	36,0	34,3	1,7
SBM Offshore	35,2	36,9	-1,7
Wolters Kluwer	22,8	22,9	-0,1
Air France-KLM	22,5	34,6	-12,1
Reed Elsevier	18,6	30,5	-11,9
KPN	12,0	18,2	-6,2

Bron: bedrijven

\*Op basis van de cijfers aan het einde van het tweede of derde kwartaal

iets minder belangrijk. Alle drie krijgen ze een aanzienlijk deel van hun inkomsten vroeg in het jaar binnen via afgesloten abonnementen. Het maakt dat ze over voorspelbare, vaak grote kasstromen beschikken, waarmee schulden kunnen worden afgelost. Dat is voor kredietverschaffers een pre.

De solvabiliteit moet ook niet al te hoog zijn, vinden veel bedrijven. Dat heeft ermee te maken dat de directe kosten van het eigen vermogen (het uit te keren en niet fiscaal aftrekbare dividend over aandelen) hoger zijn dan die van het vreemd vermogen (de wel aftrekbare rente over leningen). Sommige topmannen en hun financiële secondanten gaan er prat op hun concerns 'scherp' te financieren. Oftewel: liever relatief wat meer schuld, want dat appeltje voor de dorst is zo duur. Dat is een trend die is komen over-



## Sterker dankzij de staat

Na de val volgde het herstel

Remko Nods

**A**EGON en ING Groep zijn, zoals bekend, niet zonder kleerscheuren door de financiële crises gekomen. Ze kregen respectievelijk 3 en 10 miljard euro staatssteun. AEGON heeft inmiddels terugbetaald. De vermogensposities van beide bedrijven waren eind september 2011 beter dan eind 2007. De solvabiliteit – het eigen vermogen als percentage van het balanstotaal – steeg bij ING van 2,8 naar 3,8 procent. AEGON laat als zuivere verzekeraar betere cijfers zien. Daar steeg de solvabiliteit van 6,4 naar 7,2 procent.

Banken nemen genoeg met een lagere solvabiliteit dan andere bedrijven. Ze lenen elke euro eigen vermogen liever 35 dan 30 keer uit, want zo vergroten ze hun winst. Voor banken is de zogeheten tier-1-ratio van groot belang. Die bepaalt in welke mate ze in staat zijn om hun risico's af te dekken. Bij ING Bank liep die ratio tussen eind 2007 en eind derde kwartaal 2011 op van 7,4 naar 12,2 procent.

waaien uit het Angelsaksische bedrijfsleven.

Bij sommige hoofdfondsen is de daling van de solvabiliteit grotendeels verklaarbaar door slechte of verkeerd gefinancierde overnames (Reed Elsevier, TomTom). Heineken stak zich fors in de schulden om – als een van de weinige bedrijven – wel actief te kunnen overnemen. Vanzelf daalde de solvabiliteit van de bierbrouwer – die in weinig meer een gedegen familiebedrijf is – hard.

Nog zo'n trend is de inkoop van eigen aandelen. Het overgrote deel van de miljarden euro's aan eigen vermogen die de voorbije vier jaar in rook opgingen, werd daaraan gepend. Ondanks de crisis gingen de hoofdfondsen daar vrij massaal mee door. Het is de belangrijkste verklaring waarom Nederlandse ondernemingen deze keer minder sterk door de crisis heen lijken te komen, dan in het verleden het geval was.

Met die inkoop proberen bestuurders hun aandeelhouders te paaien. Door aandelen in te kopen en die vervolgens in te trekken, hoeft de winst (het dividend) door minder aandeelhouders te worden gedeeld en

## Overgewaardeerd of niet?

Vastgoed gewantwoord

Remko Nods

**V**astgoed wordt altijd voor de helft – of vaak voor nog méér – met geleend geld gefinancierd, zeker als de rente op de lening lager is dan het rendement dat het vastgoed oplevert. Dan verdienen vastgoedfondsen als Corio en Unibail-Rodamco veel geld. Maar als de rente stijgt boven het rendement op het vastgoed, dan komen ze ernstig in de knel. Bij een stijgende rente daalt vastgoed meestal in waarde en dreigt te moeten worden afgewaardeerd.

Daarom laten vastgoedfondsen hun solvabiliteit – het eigen vermogen als percentage van het balanstotaal – meestal niet onder 40 procent dalen. Unibail-Rodamco had eind 2007 een solvabiliteit van 61,2 procent; medio 2011 was die 49,6 procent. Bij Corio daalde de solvabiliteit in diezelfde periode licht – van 57,0 naar 54,3 procent. Op het oog redelijke ratio's, maar de angel zit in de huidige waardering van hun vastgoed. Beleggers vinden die waarderingen veel te hoog.

stijgt de beurskoers vanzelf, zo is het idee. Maar helaas, dat laatste gebeurde de voorbije jaren dus niet. Hooguit kun je stellen dat de koersen door die inkoopacties niet nog harder daalden.



## PostNL zit flink in de knel

Weerbaarheid nam hard af

Ron Kosterman

**O**nder druk van aandeelhouders splitste TNT zich mei vorig jaar op in twee bedrijven: PostNL en TNT Express, dat wereldwijd pakketjes vervoert. Vooral nog is die exercitie op een sof uitgelopen – operationeel (vooral 'groeiparel' TNT Express heeft grote problemen) en financieel.

Eind 2007 bedroeg de solvabiliteit van het TNT-concern (het eigen vermogen als percentage van het balanstotaal) 27,5 procent, eind 2010 was dat 30 procent. Bij de splitsing lijkt de pot niet eerlijk te zijn verdeeld. PostNL had eind september 2011 een uiterst zwakke solvabiliteit (6,1 procent). Het belang van 29,9 procent in TNT Express dat PostNL bij de splitsing meekreeg, halveerde bijna in waarde door de koersdaling van TNT Express. PostNL moest daarom al 750 miljoen euro van het eigen vermogen afboeken. Tel uit je verlies. De solvabiliteit van TNT Express stond eind september vorig jaar op een comfortabele 62 procent.

Een andere kant van die inkoop is dat, doordat er minder aandelen overblijven, het eigen vermogen en daarmee de solvabiliteit daalt. Een winstmachine als Shell, de grootste aandeleninkoper van allemaal, kan het zich veroorloven. Die houdt genoeg over, nadat de aandeelhouders zijn geféteerd, om investeringen te doen en het eigen vermogen weer aan te vullen.

Een andere grootinkoper, KPN, heeft zijn beleid inmiddels versoberd. Tot voor kort keerde het bedrijf via dividend en de inkoop van eigen aandelen zoveel uit aan aandeelhouders dat het eigen vermogen (en daarmee de solvabiliteit) daalde. Dat wil het bedrijf onder de nieuwe topman Eelco Blok niet meer. Niet zo verwonderlijk, gezien de huidige lage solvabiliteit van KPN en de problemen en investeringen waarvoor het bedrijf de komende jaren staat.

Veel meer AEX-hoofdfondsen hebben het zwaar. Wat dat betreft is het zonde dat al die miljarden euro's zijn opgegaan aan aandeleninkoop. Interen op het eigen vermogen is nooit fijn. En al helemaal niet in economisch hoogst onzekere tijden. ■