

De financiering van een onderneming

Dr. M. S. A. Vrijland

1.	De onderneming	C3010- 3
2.	De balans van een onderneming	C3010- 3
3.	Het ondernemingswiel	C3010- 4
4.	Eigen en vreemd vermogen	C3010- 6
4.1.	Financieringen met aandelenkapitaal	C3010- 7
4.2.	Financieringen met ingehouden winst	C3010- 9
4.3.	Voorzieningen	C3010-10
4.4.	Financieringen met lang vreemd vermogen	C3010-10
4.5.	Financieringen met kort vreemd vermogen	C3010-11
4.6.	Financieringen met „niet uit de balans blij- kende verplichtingen”	C3010-11
5.	Solvabiliteit en liquiditeit	C3010-13
6.	De hefboomregel	C3010-14
7.	De kosten van kapitaal	C3010-15
8.	Cash management	C3010-16
9.	Literatuur	C3010-17

1. De onderneming

Een onderneming is een zelfstandig bedrijf of een verzameling bedrijven, opgericht en in stand gehouden met het maken van winst voor de eigenaren als hoofddoel.

De onderneming ruilt goederen of diensten op de markt tegen geld, en realiseert daarmee zijn omzet. Na aftrek van kosten en winstbelasting blijft dan de winst over, die aan de onderneming, en daarmee aan de eigenaren ten goede komt.

Als zelfstandig rechtspersoon heeft een onderneming bezittingen of *activa* die een in geld uit te drukken waarde vertegenwoordigen. Wordt de totale waarde van die bezittingen verminderd met de totale waarde van de schulden of *passiva* (die de onderneming doorgaans ook zal hebben), dan resteert *per saldo* het *eigen vermogen*. Doorgaans zal dit positief zijn, maar ook met een negatief eigen vermogen kan een onderneming blijven bestaan, tenminste zolang geen van de schuldeisers het faillissement aanvraagt.

De som van de schulden van de onderneming is het *vreemd vermogen*. Eigen en vreemd vermogen samen vormen het *totale vermogen*. De financieringsproblematiek van de onderneming is in wezen het vraagstuk van het bijeenbrengen en aanvullen van het totale vermogen, tegen voor de groei en bloei van de onderneming zo gunstige mogelijke voorwaarden.

Hierbij spelen de kosten van de diverse soorten kapitaal een belangrijke rol.

2. De balans van een onderneming

Tegenover de verplichtingen van een onderneming staan bezittingen.

De bezittingen zijn te onderscheiden in de *vaste activa* en de *vlootende activa*. Het bezit van de eerste strekt zich uit over meerdere jaren; voorbeelden zijn machines, gebouwen of ook deelnemingen in andere ondernemingen. Tot de vlootende activa, bij elkaar opgeteld ook wel het *bruto werkkapitaal* genoemd, worden die bezittingen gerekend die een doorlooptijd van minder dan één jaar hebben. Bijvoorbeeld de voorraden, de liquide middelen en de post debiteuren, alle uitgedrukt in geld.

In een balans worden de bezittingen afgewogen tegen de verplichtingen. Zo'n balans is altijd een momentopname, meestal aan het einde (*per ultimo*) van een boekjaar, en ziet er in horizontale of *scontro*-vorm in beginsel zo uit:

C3010-4 De financiering van een onderneming

Balans van de onderneming per ultimo 19 . .

Activa	<i>debet</i>	Passiva	<i>credit</i>
Vaste activa		Eigen vermogen	
Vlottende activa	_____ +	Vreemd vermogen	_____ +
Totaal actief		Totaal vermogen	

Het totaal vermogen is per definitie gelijk aan het totaal actief.

Eigenaren en derden stellen de onderneming respectievelijk eigen en vreemd vermogen ter beschikking. Zij investeren in de onderneming, met het vooruitzicht daarvoor op den duur beloond te worden. De eigenaren met dividend en groei van hun bezit, de derden met rente.

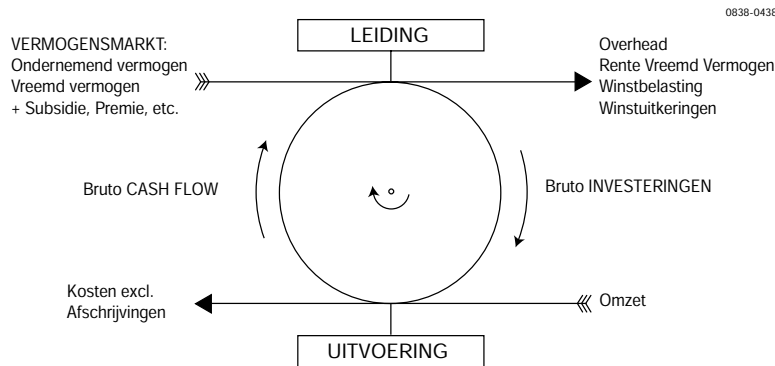
De onderneming erkent in ruil voor de verkregen middelen een schuld aan de vermogensverstrekkers, die zichtbaar is op de balans. De middelen zelf zullen ter realisatie van de ondernemingsdoelen worden geïnvesteerd in vaste en in vlottende activa, die uiteraard ook op de balans terug te vinden zijn.

3. Het ondernemingswiel

Een investering wordt gedaan om daarmee over de economische levensduur een inkomende *cash-flow* (kasstroom) te genereren waarvan de netto contante waarde groter is dan de oorspronkelijke investering. Anders gezegd: de investering moet winst opleveren, of nog anders: de cash-flow moet over de looptijd de investering met winst terugbetalen.

Een onderneming zal voortdurend nieuwe investeringen doen, deels ter vervanging van afgeschreven of afgestoten investeringen, deels ter uitbreiding van de activiteiten. Dat betekent dat er bij een „goed draaiende onderneming” door een *continue uitgaande stroom investeringsmiddelen* een eveneens *continue inkomende cash-flow* gegenereerd wordt. Die cash-flow, uitgedrukt in (geld/periode), is de som van de met de investering behaalde winst en de afschrijving op diezelfde investering, beide betrokken op dezelfde periode.

Uit de kasstroom zullen winstbelasting, winstuitkeringen en rente betaald worden, waarna er meestal nog een bedrag resteert (de ingehouden winst) dat opnieuw wordt geïnvesteerd. Omdat de cash-flow alleen lang niet altijd voldoende middelen oplevert om in de investeringsbehoefte te voorzien zal aanvulling gezocht moeten worden op de vermogensmarkt. Een en ander wordt geïllustreerd in figuur 1, het *kasstroomwiel*.



Figuur 1. Het ondernemings-cash-flow-wiel.

Omzet en kapitaalinjecties jagen dit vliegwiel aan, en kosten, rente, winstbelasting en winstuitkeringen (tantièmes, dividend) remmen het af. Bij een gezonde onderneming is de som van de ingaande geldstromen groter dan die van de uitgaande, en dat betekent accumulatie van kapitaal ofwel groei van de onderneming. Het bezit van de eigenaren neemt toe, maar, zolang zij geen deel van dit bezit afstoten, hun liquide middelen niet.

Er wordt in dit model onderscheid gemaakt tussen twee niveaus, het niveau van de ondernemingsleiding en het uitvoeringsniveau. Uitvoering kan staan voor één of meer projecten, *profit centers*, bedrijven of *business units*. Essentieel is dat in dit model *leiding* en *uitvoering* van elkaar gescheiden zijn:

op uitvoeringsniveau wordt de omzet gerealiseerd, en worden de kosten (op de afschrijvingen na) betaald. Het verschil tussen omzet en kosten is de *bruto kasstroom*, die ter beschikking van de ondernemingsleiding staat. Daar zitten de beleidsmakers en de financiële specialisten, die, na aftrek van de *overhead*kosten, delen van de kasstroom doen toekomen aan de verschaffers van vreemd vermogen, aan de fiscus en aan de eigenaren. Het overgebleven deel sturen zij terug naar het uitvoeringsniveau, bestemd voor investeringen in bestaande of in nieuwe projecten. Omdat er doorgaans meer geïnvesteerd moet worden dan er uit de kasstroom beschikbaar is, is het ook de taak van de ondernemingsleiding nieuw vermogen aan te trekken. Daarbij moet natuurlijk ook een zo hoog mogelijk bedrag aan investeringspremie en subsidies worden binnengehaald.

Bij de start van een onderneming zullen er kosten gemaakt moeten worden vóórdat de omzet op gang komt. Een handelsonderneming zal zich in ieder geval moeten inschrijven bij de Kamer van Koop-

handel, en daarnaast moeten beschikken over minimale kantoorfaciliteiten. Vaak is ook een handelsvoorraad gewenst. Een productiebedrijf zal bovendien grondstoffen en machines („duurzame produktiemiddelen”) nodig hebben. Geld dat in machines en gebouwen geïnvesteerd is wordt pas in een lange reeks van jaren terugverdiend. Zolang de gebouwen en machines niet geheel afgeschreven zijn binden zij dus geld, en vragen financiering.

Bij voorraden verloopt er tijd tussen de datum van aankoop of productie en die van verkoop, zodat ook de voorraden – en meer in het algemeen – het werkkapitaal geld binden. Zowel een handelsonderneming als een productiebedrijf zullen dus gefinancierd moeten worden.

4. Eigen en vreemd vermogen

Financieren is in wezen niets anders dan het aantrekken van geld van kapitaalverschaffers, die hetzij *risicodragend* hetzij *risicomijdend* willen investeren. Risicodragend vermogen wordt ook *ondernemend vermogen* genoemd: er is geen vaste vergoeding, en de verschaffers delen in winst en verlies.

Risicomijdend of *niet-ondernemend vermogen* wordt ter beschikking gesteld tegen een vooraf afgesproken vergoeding (rente), en voor een vooraf overeengekomen periode. Het is natuurlijk niet *risicovrij!* De onderneming neemt een schuld aan de kapitaalverschaffers op zich, die verantwoord wordt op de creditzijde van de balans. Daar staan de opbouw van het eigen en van het vreemd vermogen verantwoord. Het aantrekken van nieuw vermogen betekent dus dat één of meer van de posten aan de rechterzijde groter wordt. De eerder aangebrachte verdeling in eigen versus vreemd vermogen kan verder worden verfijnd zoals weergegeven in figuur 2.



Figuur 2.

In beginsel kan het ophogen van elk van deze vermogensposten die in paragraaf 4.1 en verder stuk voor stuk nader aan bod komen, afzonderlijk of in combinatie, gebruikt worden om in de financieringsbehoeften van een onderneming te voorzien. Voor elk van de posten geldt dat hij daartoe des te meer kansen biedt naarmate de onderneming er beter voorstaat.

4.1. *Financieren met aandelenkapitaal*

Het eigen vermogen van een onderneming bestaat uit het (gestorte en opgevraagde) aandelenkapitaal met de reserves. Als sluitpost tussen de bezittingen en de verplichtingen jegens derden is de groei direct afhankelijk van het succes van de onderneming.

Het *aandelenkapitaal* is een nominaal bedrag (bijv. f 100.000,—), dat verdeeld is in aandelen (bijv. 10.000 aandelen van nominaal f 10,— of 100 van f 1000,—). Goed van elkaar onderscheiden moeten worden: de *nominale*, de *intrinsieke* en de *feitelijke* waarde van een aandeel.

De *feitelijke waarde* van een aandeel wordt bepaald door vraag en aanbod.

Voor courante *beursgenoteerde* aandelen wordt de waarde door dagelijkse handel op de effectenbeurs vastgesteld. Voor minder courante wordt ook regelmatig een bieden en laat-prijs afgegeven. Van aandelen die niet ter beurse genoteerd zijn is de waardebeoordeling veel moeilijker; bovendien zijn ze vaak niet vrij verhandelbaar. Toch zal jaarlijks een voor de fiscus acceptabele waarde vastgesteld moeten worden, namelijk bij de belastingaangifte van de eigenaar(s).

Van ondernemingen waarvan men hoge winstverwachtingen voor de toekomst heeft kan de *feitelijke waarde* ver boven de *intrinsieke*, en nog verder boven de *nominale waarde* liggen.

De *intrinsieke waarde* van een aandeel kan worden afgeleid uit de balansgegevens: zij is gelijk aan het eigen vermogen van de onderneming gedeeld door het aantal uitgegeven aandelen in die onderneming.

De *nominale waarde* van een aandeel (het bedrag dat er op staat) is slechts interessant in zijn verhouding tot het totale aandelenkapitaal, en heeft geen direct verband met de *intrinsieke waarde*. Wie als belegger in zijn portefeuille X aandelen van nominaal f 10,— heeft van een onderneming met een aandelenkapitaal van f 100.000,— mag daaraan slechts de conclusie verbinden dat hij voor $(X * 10)/100000$ gedeelte eigenaar is van de onderneming. Aan dit deeleigenaarschap ontleent hij in beginsel ook het recht op een evenredig deel van de winst.

Het oorspronkelijke aandelenkapitaal is door de aandeelhouders gestort bij het oprichten van de onderneming. Het kan later uitgebreid worden door uitgifte of *emissie* van nieuwe aandelen. Storten de verschaffers van risicodragend vermogen per aandeel precies de *nominale waarde*, dan wordt elke gulden in kas een gulden aandelenkapitaal. Storten zij per aandeel méér dan de *nominale waarde* (bijvoorbeeld f 50,— per aandeel van nominaal f 5,—) dan wordt

C3010-8 De financiering van een onderneming

het meer-gestorte verantwoord als *agioreserve*. (In het voorbeeld wordt een gestorte gulden f 0,10 aandelenkapitaal + f 0,90 agioreserve.) De agioreserve heeft op de balans een eigen status: ten laste van alleen die reserve mogen aan de aandeelhouders uitkeringen worden gedaan die voor hen vrij zijn van winstbelasting.

Uitgifte van (nieuwe) aandelen is een financieringsbron bij de oprichting van een onderneming, en later als de groei van de onderneming versterking van het risicodragend vermogen wenselijk maakt. Door de opgebouwde reserves zal in het laatste geval de intrinsieke waarde per aandeel (eigen vermogen/aantal aandelen) tot (ver) boven de nominale waarde gestegen zijn, en zal voor de nieuwe aandelen (aanzienlijk) meer dan de nominale waarde betaald moeten worden.

De *noodzaak* van een aandelenemissie kan voortkomen uit een behoefte aan investeringsmiddelen die, vanwege een scheefgegroeide verhouding tussen risicodragend en risicomijdend kapitaal, niet langer op aanvaardbare voorwaarden met vreemd vermogen bevredigd kan worden.

De *aantrekkelijkheid* van een aandelenemissie wordt bepaald door de koers van het aandeel op de effectenbeurs. Hoe hoger deze ligt, hoe minder het aandelenkapitaal uitgebreid hoeft te worden om toch dezelfde hoeveelheid geld binnen te halen.

Het *slagen* van een aandelenemissie wordt in hoge mate bepaald door de koers van uitgifte en de toekomstverwachtingen die men van de onderneming heeft. Voor de ondernemingsleiding is het de kunst de koers van uitgifte zo te kiezen dat alle nieuwe aandelen voor het maximaal haalbare bedrag worden verkocht. Zou in de periode tussen het bekendmaken van de koers van uitgifte en de definitieve intekening de beurskoers van het aandeel zakken tot onder de koers van uitgifte, dan mislukt de emissie zeker: men kan de aandelen immers goedkoper op de beurs verkrijgen. Alleen al de aankondiging van een emissie kan de beurskoers beïnvloeden. Als de ondernemingsleiding niet hard kan maken dat de *winst per aandeel* na de uitbreiding van het aandelenkapitaal op het oude peil zal blijven, zal de koers dalen en kan dit het slagen van de emissie in gevaar brengen.

Omvang en koers van uitgifte van een emissie zullen vastgesteld worden in overleg met de bankiers, die dan (tegen betaling) ook vaak het risico overnemen. Dit kost de onderneming natuurlijk een deel van de opbrengst, maar er staat tegenover dat de omvang van de nieuwe kapitaalinjectie veiliggesteld is.

Om bestaande aandeelhouders niet in hun belang te schaden wordt hen een *claimrecht* op de nieuw uit te geven aandelen toegekend. Aan één van de dividendcoupons van de bestaande aandelen wordt dit claimrecht verbonden: n van die coupons geven dan het recht 1 nieuw aandeel te kopen voor de emissieprijs E.

De (theoretische) waarde van die claim CW is dan gelijk aan het verschil tussen de (nieuwe) beurswaarde van het aandeel N (na aankondiging van de claimemissie) en de uitgifteprijs gedeeld door het aantal benodigde coupons per nieuw aandeel.

$$CW = \frac{N-E}{n}$$

Een bestaande aandeelhouder heeft de keus tussen het instandhouden van zijn relatieve belang in de onderneming, dat wil zeggen dat hij $f(n * E)$ moet bij-investeren, of het genoeg nemen met een verdund deel-eigendom van de onderneming, waarvoor hij dan gecompenseerd wordt doordat zijn claims hem bij verkoop $f(n * CW)$ opleveren.

Soms worden nog trucs bedacht om de emissie aantrekkelijker te maken, en daardoor de koers van uitgifte en daarmee het binnen te halen bedrag te verhogen.

Zo kan aan de nieuwe aandelen een *warrant* meegegeven worden, die het recht geeft in een toekomstige periode nog een aandeel te kopen tegen een nu vastgelegde prijs. Ook die warrant zal een zekere waarde kunnen hebben, die uiteindelijk op de effectenbeurs wordt bepaald.

4.2. *Financieren met ingehouden winst*

Het eigen vermogen van een onderneming, en daarmee de mogelijkheid uitbreidingen te financieren, kan ook groeien door het inhouden van een deel van de winst. In feite is deze *zelffinanciering* vaak de belangrijkste vorm van financiering.

Hoewel het inhouden van winst ten koste zal gaan van het aan de aandeelhouders uit te keren dividend zullen deze daar in het algemeen weinig bezwaar tegen hebben. De intrinsieke waarde van hun aandelen en de door nieuwe investeringen te genereren winst nemen immers toe, en dat zal zeker op termijn ook de beurswaarde van hun bezit ten goede komen. Daar komt nog bij dat dividend voor de aandeelhouders belast inkomen vormt, terwijl koerswinsten (in Nederland) belastingvrij geïncasseerd kunnen worden.

Het vergroten van de *herwaarderingsreserve* (door activa hoger te gaan waarderen) leidt alleen optisch tot een verbetering van de vermogenspositie: de waarde van bepaalde activa, en daarmee het eigen vermogen stijgen. Een financieringsbron is dit natuurlijk niet, want zolang de geherwaardeerde activa niet verkocht worden komen er geen nieuwe middelen beschikbaar. Ten laste van de herwaarderingsreserve mogen geen uitkeringen aan de aandeelhouders worden

gedaan. De herwaarderingsreserve moet dus goed van de winstreserve en van de agioreserve onderscheiden worden en blijven.

Tenslotte: Een reserve mag niet verward worden met een „potje met geld”: ondanks het bestaan van aanzienlijke reserves kan een onderneming „krap bij kas” zitten!

4.3. Voorzieningen

Een aparte plaats op de balans nemen de *voorzieningen* in. Dit begrip mag vooral niet verward worden met het begrip *reserve*. Een voorziening is een correctiepost op het eigen vermogen: de onderneming zal in de toekomst vrijwel zeker voor uitgaven komen te staan waarvan op dit moment noch de precieze omvang noch het tijdstip waarop vastliggen. Te denken valt aan (aanvulling op) pensioenen, aan assurantie voor eigen risico, en aan latente belastingverplichtingen. Voorzieningen vormen dus op het balanstijdstip geen opeisbare schulden, maar moeten wel in mindering worden gebracht op het eigen vermogen waar dat bepaald wordt door het totaal vermogen te verminderen met de bestaande verplichtingen aan derden.

4.4. Financiering met lang vreemd vermogen

Een onderneming die meer is dan een ééndagsvlinder heeft behoefte aan een financiering die niet van de ene op de andere dag opeisbaar is. Zeker bij productiebedrijven, met hun omvangrijke investeringen in vaste activa, moet daarom het eigen vermogen worden aangevuld met zogenaamd *lang vreemd vermogen*. Dat wil zeggen dat schulden bij derden worden aangegaan die pas na 5 tot 30 jaar afgelost zullen worden. Zolang de looptijd nog langer dan één jaar is zullen deze schulden onder dat hoofd onder de passiva van de onderneming zijn opgenomen.

De belangrijkste vormen van *lang vreemd vermogen* zijn:

- de obligatielening (al dan niet converteerbaar);
- de hypotheeklening o/g (met onroerend goed als zekerheid);
- de onderhandse lening op schuldbekentenis (eventueel *achtergesteld*);
- schulden aan moeder- of dochterondernemingen, aan partners in *joint ventures*.

Omdat het totaal van eigen vermogen, voorzieningen en lang vreemd vermogen niet op korte termijn door derden opeisbaar is wordt de som van deze drie wel het *garantievermogen* van de onderneming genoemd.

4.5. *Financieringen met kort vreemd vermogen*

De belangrijkste vormen zijn:

- bankkrediet: kortlopende leningen, krediet in rekening-courant;
- aflossingsverplichtingen op lang vreemd vermogen voor zover binnen één jaar;
- leverancierskrediet (crediteuren);
- belastingen en premies sociale verzekering;
- overlopende passiva.

De eerste twee zijn rentedragend, de laatste drie meestal niet. Een oude en beproefde stelregel is: in je vorderingen snel, en betaal je schulden laat. Op die manier zal het leverancierskrediet zo hoog oplopen als de leveranciers maar toelaten, zul je niet vóór de vervaldatum belastingen en premies betalen, en zul je je afnemers waar mogelijk vooruit laten betalen. Het dure bankkrediet kan op die wijze tot een minimum beperkt blijven.

Het maximaliseren van renteloze kortlopende schulden past in de strategie het netto werkkapitaal (vlottende activa -/- vlottende passiva) zo laag mogelijk te houden. Een modern alternatief, dat ook tot een lager werkkapitaal leidt is het uitbesteden van de post debiteuren aan een zogenaamde *factoring*onderneming. Tegen een vergoeding neemt deze de vorderingen op de debiteuren over, en schiet het door hen verschuldigde bedrag voor.

Uiteraard mogen vaste activa niet met kort vreemd vermogen worden gefinancierd.

4.6. *Financieringen met „niet uit de balans blijvende verplichtingen”*

Elke onderneming zal moeten uitblinken in zijn kernactiviteiten, en heeft op dat gebied top-expertise en *know-how* in huis. In beginsel zullen andere, dáárop gespecialiseerde ondernemingen „beter” zijn in de die activiteiten die voor de beschouwde onderneming niet tot de kernactiviteiten gerekend kunnen worden. Te denken valt aan schoonmaakdiensten, bewaking en beveiliging, wagenparkbeheer en *catering*, maar ook aan onderhoud van apparatuur of het maken van halffabrikaten.

Daarbij moet bedacht worden dat „doe-het-zelven” voor een onderneming lang niet zo aantrekkelijk is als voor een particulier. De onderneming kan immers de betaalde BTW in mindering brengen op de door haar af te dragen BTW, en de kosten van het uitbestede werk zijn bedrijfskosten vóór belasting. Als de *subcontractor* door zijn specialisatie het werk dan nog goedkoper uitvoert ook, verdient uitbesteden duidelijk de voorkeur. De enige voorwaarde is dat de

toeleverancier qua levertijd, kwaliteit en kosten ten minste zo betrouwbaar is als „eigen mensen”.

In veel gevallen zal uitbesteden ook leiden tot het afstoten van activa. Wie zijn wagenpark *least* zal niet hoeven te investeren in auto's, en hoeft daarvoor ook geen financiering te vinden. Dit komt de solvabiliteit en de liquiditeit (in ieder geval optisch) ten goede. Verplichtingen aangegaan in langjarige (operationele) lease-overeenkomsten staan niet bij de passiva op de balans, maar moeten in het financieel verslag wel gemeld worden onder het hoofd „niet uit de balans blijkende verplichtingen”. (Onder deze zelfde rubriek vallen ook borgstellingen en garantieverklaringen.)

Bij *leasen* worden twee hoofdvormen onderscheiden:

– *Operationele lease* (of huur)

De *lessor* (= leasemaatschappij) blijft economisch en juridisch eigenaar van het object in kwestie, en draagt zorg voor het onderhoud. De *lessee* (= hurende onderneming) heeft alleen het recht van gebruik. Het geleasede object hoort niet tot de activa van de onderneming, en ook de financiering blijkt niet uit de balans.

– *Financiële lease* (of huurkoop)

De *lessee* is economisch eigenaar van het gefinancierde object, draagt het risico van veroudering en slijtage, maar het juridisch eigendom blijft bij de *lessor* totdat alle vooraf overeengekomen afbetalingstermijnen voldaan zijn.

Het geleasede object hoort tot de activa van de onderneming, en de nog te betalen termijnen (aflossing + rente) staan als vreemd vermogen bij de passiva.

Leasemaatschappijen hebben de wind in de zeilen gekregen door de wetgeving:

- Overheidsbedrijven hadden zelf geen recht op WIR-premie, particuliere bedrijven wel. Een overheidsorgaan dat wilde investeren liet dat doen door een leasemaatschappij, en trad vervolgens op als *lessee*. De leasemaatschappij kon de WIR-premie in mindering brengen op de investering, en dus het object voor een lager bedrag aan de *lessee* ter beschikking stellen dan als deze zelf geïnvesteerd had.
- De belastingwetgeving-Oort limiteert de kilometervergoeding aan werknemers voor het gebruik van een eigen auto. Een „auto van de zaak” werd voordeliger voor zowel de onderneming als de employé. De werkgever heeft geen belang bij een groot wagenpark in eigendom, en laat het investeren in auto's over aan een leasemaatschappij.

Daarnaast proberen fabrikanten die met overcapaciteit zitten in toenemende mate via *operational leasing* een grotere afzet van hun producten te realiseren.

5. Solvabiliteit en liquiditeit

Het begrip *solvabiliteit* staat voor het op langere termijn kunnen voldoen aan de verplichtingen jegens derden. Het meest gebruikte kental voor de solvabiliteit is de verhouding EV/TV (*eigen vermogen/totaal vermogen*). Andere kentallen, die echter in wezen dezelfde informatie, zij het in iets andere vorm, geven zijn EV/VV of TA/VV (de verhouding tussen het *totaal actief* en het *vreemd vermogen*, ofwel de mate waarin er bezittingen staan tegenover geleend geld). Met name verschaffers van vreemd vermogen, die immers risicomijgend willen beleggen, zullen minimumeisen stellen aan de solvabiliteit. Deze eisen zullen per bedrijfstak kunnen verschillen. Voor industriële ondernemingen die zwaar moeten investeren in machines en gebouwen (die alleen hun waarde houden zolang ze voor hun eigenlijke doel gebruikt worden) ligt de solvabiliteitseis al gauw op een EV/TV verhouding van 40% of hoger (dus: $EV/VV = 2/3$, $TA/VV = 2,5$).

Voor handelsondernemingen, die veelal slechts in courante voorraden investeren, kan de solvabiliteitseis aanzienlijk lager liggen.

Het begrip *liquiditeit* staat voor het op korte termijn kunnen voldoen aan de direct opeisbare verplichtingen. Twee veelgebruikte kentallen zijn de:

- *Current Ratio* (vlottende activa/vlottende passiva), en de:
- *Quick Ratio* of *Acid Test* ((vlottende activa -/voorraden)/vlottende passiva).

De *vlottende activa* omvatten de voorraden, de debiteuren, de liquide middelen (kas, bank, giro) en eventueel overlopende activa („vooruitbetaald” en „nog te ontvangen”); de *vlottende passiva* bestaan uit kortlopende schulden (waaronder crediteuren) en eventueel overlopende passiva („vooruit ontvangen” en „nog te betalen”).

Als norm wordt voor de Current Ratio wel de waarde 2 genoemd, en voor de Quick Ratio de waarde 1. Het – in navolging van Japanse bedrijven – door *Just-In-Time Management* streven naar *Zero Stock* (zo klein mogelijke voorraden) en naar het eveneens tot nul terugdringen van het netto werkkapitaal (vlottende activa -/ vlottende passiva) zou leiden tot een Current Ratio gelijk aan de Quick Ratio, beide gelijk aan 1.

De liquiditeit kan op korte termijn veel sterker schommelen dan de solvabiliteit, en dat betekent dat aan de via een balans verkregen informatie over de liquiditeit niet al te veel waarde gehecht moet worden: het is slechts een momentopname, die zich bovendien gemakkelijk leent voor manipulatie.

Van indirect belang voor de liquiditeit zijn de *omloopsnelheden* van de voorraden, van de debiteuren en van de crediteuren. Er van uitgaande dat de posten voorraden, debiteuren en crediteuren representatief zijn voor de gemiddelde waarden in het verslagjaar, en overwegende dat de gewenste informatie niet zozeer wordt verkregen uit de absolute waarde van de getallen als wel uit de relatieve waarde ten opzichte van voorafgaande jaren, of ten opzichte van branchegeenoten, kunnen ze alle drie berekend worden door deling door de omzet:

De omloopsnelheid van de voorraden is dan: voorraden/omzet, met als dimensie [1/j], of „per jaar”. Ook wordt de reciproke-waarde, de *omlooptijd*, gebruikt: bijvoorbeeld omzet/debiteuren. De dimensie is dan [j], of, na vermenigvuldiging met 365: [d].

6. De hefboomregel

Tegenover het totaal actief (TA) van een onderneming, dat ingezet wordt om winst te genereren, staat het totaal vermogen (TV), dat bestaat uit een deel eigen vermogen (EV) en een deel vreemd vermogen (VV).

De betrekkingen $TA = TV$ en $TV = EV + VV$ zijn uiteraard van kracht.

Winsten behaald op ingezette activa (investeringen) worden vaak uitgedrukt als fractie (of percentage) van die investeringen. Denk aan het begrip RoI, het rendement op de investering. Zo kunnen hier gedefinieerd worden:

- het rendement op het totaal vermogen *RTV*(resultaat/totaal actief);
- het rendement op het eigen vermogen *REV*(komt ten goede aan de eigenaren);
- het rendement op het vreemd vermogen *RVV* (de rentevoet op schulden).

Het totale resultaat ($RTV * TV$) wordt verdeeld over de verstrekkers van het eigen vermogen ($REV * EV$) en die van het vreemd vermogen ($RVV * TV$). Daarbij geldt uiteraard dat er niet meer of minder te verdelen valt dan er is, zodat:

$$\begin{aligned} & \text{RTV} * \text{TV} = \text{REV} * \text{EV} + \text{RVV} * \text{VV} \\ \text{of: } & \text{RTV} * (\text{EV} + \text{VV}) = \text{REV} * \text{EV} + \text{RVV} * \text{VV} \\ \text{of: } & \text{REV} = \text{RTV} + (\text{RTV} - \text{RVV}) * (\text{VV}/\text{EV}) \text{ en dit is nu de} \\ & \text{hefboomregel.} \end{aligned}$$

Voor een geheel met eigen vermogen gefinancierde onderneming geldt $\text{TV} = \text{EV}$, en dus ook $\text{REV} = \text{RTV}$. Uit de hefboomregel blijkt dat bij gedeeltelijke financiering met vreemd geld (dus $\text{VV}/\text{EV} > 0$) het REV groter zal zijn dan het RTV, tenminste zolang het RTV groter is dan het RVV (d.w.z.: $\text{REV} > \text{RTV}$ mits $\text{RTV} > \text{RVV}$). Het vreemd vermogen wordt ingezet als hefboom om het REV „op te krikken”.

Drie aantekeningen bij de hefboomregel:

- Inzet van vreemd vermogen heeft geen zin als dat leidt tot het vrijmaken van eigen vermogen waarvoor geen andere bestemming met $\text{REV} > \text{RVV}$ gevonden wordt.
- De verhouding VV/EV zal naar boven begrensd worden door de solvabiliteits-eisen die de verstrekkers van vreemd vermogen aan de onderneming stellen.
- De hefboomwerking is in sterkte afhankelijk van de verhouding VV/EV , en in teken van het verschil tussen RTV en RVV. Wordt dit laatste negatief (niet ondenkbaar bij een economische recessie en tegelijkertijd een hoge rentestand) dan werkt de hefboom ook negatief, en kan het REV daarmee ook tot onder 0 zakken. Een zwakke onderneming, met een relatief groot vreemd vermogen kan door een hoge rentestand in ernstige moeilijkheden komen. Het REV kan negatief worden, zelfs als de activiteiten van de onderneming op zich nog niet verliesgevend zijn!

7. De kosten van kapitaal

Behalve de werking van de hefboomregel is er vaak nóg een goede reden om te ondernemen met relatief veel vreemd geld: vreemd vermogen is veel goedkoper dan eigen vermogen. Over behaalde winst moet immers winstbelasting betaald worden, terwijl betaalde rente in mindering komt op de winst vóór belasting.

Een onderneming die f 100.000,— leent tegen 10%/j betaalt daarvoor als rente f 10.000,—/j. Voor het beschikbaar stellen van ondernemend vermogen zullen de aandeelhouders in verband met het door hen te dragen ondernemersrisico toch al gauw ten minste 12%/j winst (niet noodzakelijkerwijs uit te keren als dividend) willen zien. Omdat winst onderhevig is aan winstbelasting kost dat de onderneming (bij 35% vennootschapsbelasting) $12/(1-0,35) = 18\frac{1}{2}\%/j$. Een bedrag van f 100.000,— aan eigen vermogen kost de onderneming dus f 18.500,— per jaar, ofwel bijna tweemaal zoveel.

Veronderstel nu eens dat de vermogensopbouw van een onderneming als volgt is: eigen vermogen 40% (à 18½%), rentedragend vreemd vermogen 30% (à 10%), Renteloos vreemd vermogen eveneens 30%. Het met de ondernemingsactiviteiten te behalen rendement zal dan minimaal $(0,4 * 18\frac{1}{2} + 0,3 * 10) = 10,4\%$ op het totaal vermogen (en dus ook op de totale activa) moeten zijn om de aandeelhouders tevreden te houden. Als bedacht wordt dat op de vlottende activa (voorraden e.d.) geen of vrijwel geen rendement gemaakt wordt, dan zal bij een verhouding vaste/vlottende activa van 2:1 een rendement van minimaal $10,4/(2/3) = 15,6\%$ op de vaste activa gemaakt moeten worden.¹Aan die eis zullen nieuwe investeringen moeten voldoen willen ze überhaupt im Frage komen.

8. Cash Management

Het is duidelijk dat het ondernemingsbelang gediend is met zo laag mogelijke financieringskosten. Dat betekent dat het netto werkkapitaal zo klein mogelijk gehouden wordt, en dat er ook naar wordt gestreefd de post „liquide middelen” zo klein mogelijk te houden. Een onderneming zal daartoe regelmatig een *liquiditeitsprognose* opstellen, aan de hand waarvan de financieringsbehoefte op langere en op korte termijn voorzien kan worden. Tijdelijke tekorten zullen zo goedkoop mogelijk met kortlopende kredieten gedekt worden, en tijdelijke overschotten aan kasmiddelen zullen zo gunstig mogelijk *op deposito* gezet worden. Het optimaliseren van de dekking van liquiditeitsbehoeften wordt *Cash Management* genoemd.

Een liquiditeitsprognose ziet er in beginsel zo uit:

Beginsaldo liquide middelen:	
+ winst na belasting	} Netto cash-flow;
+ afschrijvingen	
+ vermogensaanrekkling (emissie, leningen, kredieten);	
+ desinvesteringen (verkoop van activa);	
- bruto investeringen (vervanging en uitbreiding);	
- vermogensafstoting (dividend, aflossing van leningen en kredieten);	
= eindsaldo liquide middelen.	

1. N.B.: De hier berekende 15,6% heeft betrekking op de winst vóór belasting gedeeld door de gemiddelde investering, en mag dus niet verward worden met de RoI (het rendement op de oorspronkelijke investering), noch met de DCFRR (Discounted cash-flow Rate of Return of interne rentevoet).

Achteraf wordt, ter verklaring van de verschillen tussen twee opeenvolgende balansen (en naast de resultatenrekening die eenzelfde doel dient), meestal ook de *staat van herkomst en besteding der middelen* of *liquiditeitenbalans* (Engels: „*Where Got Where Gone Statement*”) gepubliceerd. De opstelling is in beginsel dezelfde als die hierboven, zij het dat soms de brug wordt geslagen tussen het (netto) werkkapitaal vóór en na de verslagperiode in plaats van tussen het saldo liquide middelen. De consequentie is dat in dat geval alleen gekeken wordt naar (des-)investeringen in vaste activa (dus niet in voorraden), en naar vermogensmutaties in de lange passiva.

9. Literatuur

Bouma, J. L., *Leerboek der Bedrijfseconomie II: De theorie van de financiering van ondernemingen*. Delwel, Wassenaar (1980), ISBN 90 6155 251 6.

