

15

HOOFDSTUK

Financiële reorganisatie

15.1 A

15.2 C

15.3 A

15.4 B

15.5 C

15.6 D

15.7 D

15.8 A

15.9 C

15.10 D

15.11 B

$$3.000.000 + 4.000.000 - 3.000.000 = € 4.000.000$$

15.12 C

15.13 C

$$((3.000 + 2.000 - 4.000) / 3.000) \times 10 = € 3,33$$

15.14 C

Het afstempelen heeft geen invloed op de intrinsieke waarde.

15.15 a De overkapitalisatie blijkt uit de post effecten debet op de balans.

b De overkapitalisatie kan worden opgeheven door de effecten te verkopen en de opbrengst te gebruiken om een gedeelte van de obligatielening of een gedeelte van de hypothecaire lening af te lossen.

Een tweede mogelijkheid is de opbrengst van de effecten gebruiken om eigen aandelen in te kopen.

Een andere mogelijkheid voor het opheffen van de overkapitalisatie is het afstempen van de uitstaande aandelen en het afgestempeld bedrag terug te geven aan de aandeelhouders. Onderneming maken niet graag gebruik van dit nogal drastische middel.

c In de eigen onderneming is een bedrag geïnvesteerd van € 33.000.000 dat een inkomen heeft opgeleverd van € 4.950.000.

$$\text{Bedrijfsrentabiliteit: } \frac{4.950.000}{33.000.000} \times 100\% = 15\%$$

d Ondernemingsrentabiliteit:

$$\frac{33.000.000 \times 15\% + 3.000.000 \times 7\%}{33.000.000 + 3.000.000} = 14,33\%$$

- e – Vervroegde aflossing van een gedeelte van een van de leningen is niet mogelijk.
- Het rendement van 7% op de belegging in effecten is hoger dan de rente die op de leningen moet worden voldaan respectievelijk 6% en 5%. De belegging in effecten levert hier dus een zeker voordeel op.

15.16 a Overkapitalisatie doet zich voor wanneer een onderneming structureel over meer vermogen beschikt dan in de eigen onderneming rendabel kan worden aangewend. Onderkapitalisatie doet zich voor wanneer het eigen vermogen van een onderneming substantieel groter is dan de nominale waarde van het geplaatste aandelenvermogen. De onderneming beschikt met andere woorden over zeer omvangrijke reserves.

b Gezien de grote formele reserves van € 2.700.000, is hier sprake van onderkapitalisatie.

c Overkapitalisatie heeft als voornaamste bezwaar het feit, dat een deel van het beschikbare vermogen buiten de eigen onderneming moet worden belegd. Deze beleggingen buiten de eigen onderneming zijn in de regel minder winstgevend dan de investeringen die binnen het eigen bedrijf worden verricht. De rentabiliteit van het beschikbare vermogen is hierdoor lager dan wanneer er geen overkapitalisatie zou zijn geweest.

- d Overkapitalisatie kan worden opgeheven door het beschikbare vermogen te verkleinen. Dit kan gebeuren door vreemd vermogen af te lossen (indien vervroegde aflossing mogelijk is), of door de uitstaande aandelen af te stempelen met terugbetaling van het afgestempelde bedrag aan de aandeelhouders.
- e Het voornaamste bezwaar van onderkapitalisatie is de hoge beurskoers van de uitstaande aandelen. Door deze hoge beurskoers is het voor de onderneming erg moeilijk om een emissie van nieuwe aandelen te doen slagen (de toegang tot de vermogensmarkt is geblokkeerd).
- f Om een situatie van onderkapitalisatie op te heffen bestaan er de volgende twee methodes.
- 1 Uitgifte van bonusaandelen ten laste van de reserves. Het uitstaande aandelenvermogen wordt vergroot zonder dat het eigen vermogen van de onderneming toeneemt.
 - 2 Uitkering van stock dividend. Hier ook weer een vergroting van het uitstaande aandelenvermogen, maar nu echter zonder een evenredige afname van de reserves. De onderkapitalisatie wordt dus minder sterk bestreden dan in de situatie die onder 1 is beschreven.
- g Om een emissie van aandelen te doen slagen kunnen ondernemingen een uitgifte van stukken met een lage nominale waarde overwegen. Een andere methode met hetzelfde effect is het splitsen van de waarde van de aandelen. De onderkapitalisatie blijft wel bestaan, maar beleggers die de risico's verbonden aan het aandelenbezit willen spreiden, zijn eerder geneigd om deze stukken te kopen. Uit oogpunt van risicospreiding is het aantrekkelijker om 100 aandelen met elk een nominale waarde van € 10 van verschillende ondernemingen te kopen voor een totaalbedrag van € 8.000, dan één aandeel van € 1.000 nominaal tegen een koers van eveneens € 8.000.
- 15.17 a Er is hier *geen* sprake van kapitaalverwatering omdat het eigen vermogen € 600.000 en het nominaal geplaatst aandelenvermogen € 100.000 bedraagt. Met andere woorden; de reserves zijn groter dan het verliessaldo waardoor de intrinsieke waarde boven de 100% blijft
- b1 Conversiekoers: $\frac{20.000 + 90.000}{20.000} \times 100\% = 550\%$
- of: Conversiekoers: $\frac{60.000 + 50.000}{20.000} \times 100\% = 550\%$
- b2 De houders van converteerbare obligaties nemen in het algemeen genoegen met een rentepercentage dat lager is dan bij gewone obligaties.

- c Afstempeling van het oude aandelenkapitaal is om de twee volgende redenen nodig.
 - 1 De nieuw uit te geven aandelen zouden onmiddellijk na de emissie een intrinsieke waarde hebben die lager is dan de nominale waarde.
 - 2 Indien in de toekomst winst zou worden gemaakt, moet deze eerst worden gebruikt om het verliessaldo weg te werken voordat er sprake kan zijn van een dividenduitkering.

15.18 a1 Intrinsieke waarde van het aandeel:

$$\frac{2.500.000 - 800.000}{2.500.000} \times € 100 = € 68$$

- a2 De intrinsieke waarde van € 68 ligt beneden de nominale waarde van € 100 per aandeel. Wettelijk is het verboden om aandelen beneden pari te plaatsen.
- a3 Na afstempeling is de nominale waarde van het aandeel gelijk aan de intrinsieke waarde. De aandelen worden dus afgestempeld tot € 68 per stuk.
- b De hypotheekbank bevindt zich in een bevoorrechte positie ten opzichte van de overige schuldeisers van HDL. Het voorgaande betekent dat de opbrengst van de gebouwen bij een eventuele liquidatie primair gebruikt moet worden om de hypothecaire lening af te lossen. Aangezien de verwachte opbrengst van de gebouwen even groot is als de openstaande hypotheekschuld, bestaat er voor de hypotheekbank weinig reden om zich erg toeschietelijk op te stellen.
- c Na kwijtschelding van 25% van de schuld aan crediteuren resteert er een schuld van $0,75 \times € 1.000.000 = € 750.000$.
Van dit bedrag wordt de helft in winstdelende obligaties omgezet.
Grootte van de winstdelende obligatielening € 375.000.
- d Aangezien de opbrengst van de gebouwen bij liquidatie volledig moet worden gebruikt om de hypothecaire lening af te lossen, resteert er van de opbrengst van de activa bij liquidatie € 1.000.000 om de overige schulden te voldoen. De vorderingen van de bank en de crediteuren bedragen in totaal € 2.690.000. Een eventuele liquidatie van HDL zou voor deze partijen een aanzienlijk verlies inhouden. Om het verlies zo klein mogelijk te houden (de toekomstverwachtingen van HDL zijn goed) is door de bank een de crediteuren zo goed mogelijk aan de reorganisatie meegewerkt.

e

Balans na reorganisatie (bedragen × € 1.000)

gebouwen	3.250	aandelenvermogen	3.200
machines	1.700	ongeplaatst	500
voorraden	800		—
debiteuren	600	geplaatst aand. vermogen	2.700
liquide middelen	540	reserves	250
		4,75% hypothecaire lening	2.000
		6% achtergestelde lening	1.190
		6% winstdelende obligaties	375
		crediteuren	375
	—		—
	6.890		6.890

Toelichting bij de balans

- De toename van de liquide middelen met € 500.000 is veroorzaakt door de plaatsing van aandelen bij de bestaande aandeelhouders.
- De kwijtschelding van € 250.000 door de crediteuren heeft geleid tot het ontstaan van de post reserves op de balans.

15.19 a1 Perspectiefonderzoek houdt een onderzoek in naar de levensvatbaarheid van de onderneming. Bestaan er met andere woorden mogelijkheden om de onderneming in de nabije toekomst weer rendabel te maken.

a2 De bankier wil enige zekerheid hebben dat het geld dat aan de onderneming is verstrekt en bij het reddingsplan mogelijk nog verstrekt zal worden, terugontvangen zal kunnen worden. Een perspectiefonderzoek biedt weliswaar geen 100% garantie, maar is toch wel een aanwijzing voor de haalbaarheid van een reddingsoperatie.

b Er is hier sprake van kapitaalverwatering omdat het eigen vermogen van de onderneming lager is dan de nominale waarde van het geplaatst aandelenvermogen (€ 4.000.000). Oftewel, de reserves zijn kleiner dan het verliessaldo dat op de balans staat.

Eigen vermogen (× € 1.000)

$$4.000 + 1.000 - 1.400 = 3.600$$

- c1 Na plaatsing van de nieuwe aandelen voor een totaalbedrag van € 1.500.000, zou het eigen vermogen van de onderneming zijn:

$$€ 4.000.000 + € 1.500.000 + € 1.000.000 - € 1.400.000 = € 5.100.000.$$
 Dit bedrag is lager dan de nominale waarde van de op dat moment geplaatste aandelen (€ 5.500.000). Dit zou betekenen dat de intrinsieke waarde van een aandeel beneden pari zou komen te liggen als het verliessaldo niet zou zijn weggewerkt. Een tweede reden ligt in het feit dat zolang er een verliessaldo op de balans voorkomt geen dividenden mogen worden uitgekeerd. Dit betekent dat wanneer er in de toekomst winsten zouden worden gemaakt, deze eerst gebruikt zouden moeten worden om het verliessaldo dat op de balans voorkomt weg te werken. De nieuwe aandeelhouder draait dan op voor een deel van de verliezen uit het verleden, waar hij feitelijk niets mee te maken heeft gehad.
- c2 Boekhoudkundig wordt het verliessaldo weggewerkt door dit voor zover als mogelijk tegen de reserves weg te strepen. Een hierna nog resterend verliessaldo wordt weggestreept tegen het geplaatst aandelenvermogen. Technisch houdt dit in dat er een afstempeling van de aandelen zal plaatsvinden (dit is een verlaging van de nominale waarde van de aandelen, niet het aantal aandelen wordt verminderd).
- c3 De minimale prijs waartegen de aandelen geplaatst kunnen worden is de nominale waarde. Wettelijk is bepaald dat aandelen niet beneden pari mogen worden uitgegeven. Uitzondering hierop is een emissie onder de garantie van een bank(ensyndicaat); het minimum mag dan 95% zijn.
- d Het terugbrengen van de korte schulden heeft tot doel de liquiditeit van de onderneming te versterken. In een al langer bestaande verliesgevende situatie zal de liquiditeitspositie van de onderneming zwak zijn. Wanneer op korte termijn allerlei schulden zouden moeten worden afgelost, zou dit de liquiditeitspositie te zeer aantasten.