

3.6.0-1

Financiële levensvoorwaarden voor ondernemingen

Productieproces moet worden gefinancierd

Dr. F. W. C. Blom

Voor ondernemen heeft men geld (betaalmiddelen) nodig om de produktiefactoren te betalen. Dit betreft de 'aanschaf' van machines en van grondstoffen, de loonbetalingen voor arbeidsprestaties, enz.

De gelduitgaven geschieden bij de aanvang van en gedurende het productieproces van eindprodukten (goederen of diensten) voor de afnemers. Pas nadat die eindprodukten aan de afnemers afgeleverd zijn gaan zij geldontvangsten opleveren; veelal pas maanden na aflevering indien de onderneming haar produkten op krediet aflevert. Dit is wat onze voorouders 'de cost gaat voor de baet' noemden. Dat

betekende 'de uitgaven gaan voor de ontvangsten', want in die tijd had men het boekhoudkundige kostenbegrip nog niet bedacht. De noodzaak om het productieproces met voorraden en leverancierskrediet aan afnemers te financieren is een basisfeit. Om dat mogelijk te maken, moet een onderneming aan een aantal elementaire financiële levensvoorwaarden voldoen. Die komen er in essentie op neer dat zij moet zorgen goed kredietwaardig te zijn en zoveel te verdienen dat zij al haar verschaffers van geldmiddelen een behoorlijke beloning (rente of dividend) kan bieden.

In een bedrijf moet dus geld worden gestoken. Zijn kas loopt daarna door de gebezigde uitgaven leeg: daartegenover verwerft het een 'voorraad' aan duurzame produktiemiddelen, grondstoffen en daaraan toegevoegde arbeidsprestaties en debiteuren. Pas als die debiteuren gaan betalen, stroomt er weer geld in kas binnen.

Het tijdsverloop tussen de gemiddelde 'aanschafdatum' van produktiefactoren tot de 'ontvangstdatum' van de betalingen voor de in dat productieproces gemaakte produkten is vrij lang. Om slechts enkele voorbeelden te noemen:

- bij een groothandel in installatiemateriaal ca. 6 maanden;
- bij een geïntegreerde lichte industrie als Philips ca. 12 maanden;
- bij een zware industrie als Hoogovens of Basischemie ca. 16 maanden.

katen, moeilijk verkoopbare eindprodukten en debiteuren die misschien claims tegen de leverancier hebben, of zelfs financieel niet solide zijn. In feite rekent de bankier alsof die vlottende activa in geval van moeilijkheden bijv. $\frac{1}{3}$ minder zullen opbrengen.

Dit vertaalt zich dan in de volgende eis:

current-ratio: $\frac{\text{vlottende activa}}{\text{vlottende schulden}}$ moet zijn minimaal bijv. $1,5 \times$

Waaruit voortvloeit dat de onderneming kredietwaardig is voor schulden op korte termijn (leveranciers, belastingen e.d. en kort bankkrediet) tot maximaal $\frac{2}{3}$ van het totaal van haar vlottende activa. Dit vereiste wordt ook wel het *liquiditeitsvereiste* genoemd. In het Nederlands vertaald zou de 'current ratio' de naam krijgen van 'vlottend verhouding', maar wij noemen dat een 'liquiditeitsverhouding'.

Levensvoorwaarde 2: Kredietwaardigheid op lange termijn

In het gegeven voorbeeld zou de onderneming minimaal $\frac{1}{3}$ van haar vlottende activa + al haar duurzame produktiemiddelen met andere middelen moeten financieren. En wel met 'kapitaal', d.w.z. vermogen welke de onderneming voor lange duur van geldgevers of beleggers ter beschikking heeft gekregen. Dat zou in twee verschillende vormen kunnen:

- opgenomen leningen voor lange duur, met vaste renteverplichtingen en vaste aflossingsverplichtingen;
- risicodragend vermogen, t.w. aandeelhoudersvermogen (ook wel eigen vermogen genoemd) met de noodzaak de aandeelhouders daartegenover winstuitkeringen (dividenden) te betalen.

Tot op zekere hoogte zijn opgenomen leningen het aantrekkelijkst voor de financiering van de onderneming. Voor zover zij die inderdaad kan verkrijgen, kosten zij haar een rentelast die niet veel hoger is dan de leningsrentevoet op staatsleningen. Maar zij kan zulke leningen dan ook slechts verkrijgen, voor zover geldgevers menen dat zij met hun vorderingen geen risico zullen lopen.

Dit werkt uit op een eis van geldleners, dat het maximum van de totale schulden (kort en lang) bijv. slechts $\frac{2}{3}$ van de totale activa mag bedragen. Dat zou inhouden dat hun vorderingen nog veilig zijn, als de onderneming in exploitatie en in het ergste geval bij

3.6 Financieel beleid

onverhoopte liquidatie $\frac{1}{3}$ van de waarde van haar bezittingen zou verliezen.

Dat wordt dan uitgedrukt in:

solvabiliteitsverhouding: $\frac{\text{totale activa}}{\text{totale schulden}}$ minimaal $1,5 \times$

$\frac{\text{totale schulden}}{\text{totale activa}}$ maximaal 67%

$\frac{\text{eigen vermogen:}}{\text{vreemd vermogen}}$ minimaal 1 : 2

$\frac{\text{eigen vermogen}}{\text{totale activa}}$ minimaal 33%

Alle hier opgegeven verhoudingen komen op hetzelfde neer, drukken hetzelfde alleen op wat andere wijze uit.

Eigen vermogen = overschot van activa boven schulden
= aandeelhoudersvermogen

Vreemd vermogen = schulden

De hier gegeven cijfers zijn slechts een voorbeeld, dat wel enigszins representatief is voor lichte industrie met een gezond en stevig bestaan.

Levensvoorwaarde 3: Voldoende rendabel voor aandeelhoudersvermogen

Uit het voorgaande vloeit voort dat de als voorbeeld genomen onderneming maximaal 67% van haar totale activa kan financieren met schulden aan derden. De rest, in dit geval 33% van de totale activa kan dan niet anders gefinancierd worden dan met aandeelhoudersvermogen, dat bereid is de verliesrisico's op zich te nemen. Een belegger zal alleen bereid zijn zijn geld in aandelen van ondernemingen te beleggen, als hij mag verwachten dat dit hem meer inkomsten zal opbrengen dan zijn alternatieve beleggingsmogelijkheden in veilige obligaties en leningen of in betrekkelijk veilig vastgoed. Want hij loopt toch altijd enig risico van verlies in de onderneming tengevolge van tegenslagen of van menselijk falen.

Een ongeluk zit in een klein hoekje. Dit werkt er op uit dat een belegger zijn geld alleen in belegging in de risicodragende aandelen van een onderneming wil riskeren, indien hij daaruit in de toekomst een dividendestroom mag verwachten welke de leningsrentevoet op risicoloze Staatsleningen met enkele procenten overtreft.

Indien de rentevoet op Staatsleningen bijv. 11% bedraagt, zou hij de aandelen van een bepaalde onderneming waarschijnlijk pas koopwaardig vinden als die hem een dividendestroom mag doen verwachten welke vergelijkbaar is met bijv. 14% over het door hem belegde geld.

De onderneming kan aan deze verwachting alleen voldoen, indien zij op haar werkzame eigen vermogen datzelfde rendement verdient, dus:

$$\text{rendabiliteit eigen vermogen} = \frac{\text{nettojaarwinst na belasting}}{\text{eigen vermogen}} \quad \text{min. 14\% per jaar}$$

Deze rendementseis is als gemiddelde over de jaren bedoeld, want de winsten fluctueren natuurlijk wat met gunstiger en ongunstiger tijden. Eenvoudshalve laten wij hier buiten beschouwing dat de aandelenbelegger in het algemeen wel met een lager aanvangsdividend genoegen neemt, mits hij met reden verwachten kan dat de dividenden voldoende zullen stijgen. 8% aanvangsdividend over zijn geldbelegging met het vooruitzicht dat het dividendbedrag jaarlijks met 6% zal stijgen – in de geest van f 80; f 84,80; f 89,89 . . . enz. – zou voor hem op hetzelfde neerkomen. Het is normaal dat een onderneming op zijn minst een deel van door haar gemaakte winst niet meteen als dividend uitkeert, maar voor versterking van haar werkzame eigen vermogen inhoudt; de vruchten daarvan moeten vervolgens dividendverhogingen meebrengen.

Risicodragend vermogen (aandeelhoudersvermogen) is geweldig kostbaar voor een onderneming om dubbele reden:

- aandelenbeleggers verlangen een risicopremie boven de leenrentevoet;
- de winst voor het aandeelhoudersvermogen is aan een extra belasting, de Vennootschapsbelasting, onderworpen.

Bij een Vennootschapsbelastingtarief van bijv. 45% zou deze onderneming over haar eigen vermogen een belastbare winst moeten verdienen van 25,45%, om 14% na Vennootschapsbelasting over te houden.

Straffen als een onderneming faalt aan deze levensvoorwaarden te voldoen

Het niet voldoen aan deze levensvoorwaarden heeft ernstige consequenties. Daarbij moeten wij ons ook voor ogen houden, dat gezonde ondernemingen voortdurend groeiende verantwoorde financieringsbehoeften hebben om twee redenen:

- algemeen worden in de inflatie alle ‘aanschaffingen’ van produktiemiddelen, grondstoffen en arbeidsprestaties duurder;
- gezonde ondernemingen moeten blijven groeien om de rollen van afstervende ondernemingen over te nemen.

Niet voldoen aan levensvoorwaarde 1, te weten de liquiditeitsvereisten

Dat wordt een welhaast ogenblikkelijke ramp, te weten acuut geldgebrek. Als de onderneming haar personeel, haar leveranciers, haar rentelasten en haar verplichte aflossingen op leningen niet meer op tijd kan betalen, stort zij ineen. De onderneming zou een liquiditeitscrisis nog kunnen oplossen, als zij er in zou slagen nog een lening op lange termijn te verkrijgen. Dat is echter alleen mogelijk zolang zij nog ‘ruimte’ heeft in haar solvabiliteitsverhouding. Dat betekent dat haar solvabiliteit in de ogen van mogelijke geldgevers niet ‘aan de rand’ is.

Niet voldoen aan levensvoorwaarde 2, te weten de solvabiliteitsvereisten

Dat betekent, dat de onderneming geen nieuwe leningen voor lange duur kan verkrijgen, terwijl zij toch wel op oude leningen zal moeten blijven aflossen. Zolang de liquiditeit sub 1 van de onderneming – tot uitdrukking komende in de current ratio – nog voldoende is, is dit nog geen ogenblikkelijke ramp. Maar dit wordt wel een smorende en op den duur wurgende situatie. Zij noodzaakt de onderneming haar investeringsuitgaven tot het allernoodzakelijkste te beperken, wellicht zelfs noodzakelijke investeringsuitgaven na te laten, desinvesteringen te doen, voorraden en debiteuren te beperken teneinde haar liquiditeit te redden.

Het kan dus zijn, dat een onderneming bij niet voldoen aan de solvabiliteitseisen nog jaren lang kan voortteren. Maar tenslotte zal zij toch op een liquiditeitscrisis vastlopen, tenzij zij er desondanks in slaagt zoveel winst te gaan maken dat zij met ingehouden winst haar eigen vermogen voldoende kan versterken. Met andere woorden: een solvabiliteitscrisis behoeft veelal pas op den duur op een ramp uit te lopen; meestal laat zij de onderneming nog enige tijd om zich te herstellen.

Niet voldoen aan levensvoorwaarde 3, te weten de rendabiliteitsvereisten

— *Zelfstandige besloten aandeelhouder/directeur-ondernemingen*

Hiermede worden tevens bedoeld familie-ondernemingen waarvan de aandeelhouders bereid zijn geen aanspraak te maken op enig of althans noemenswaard dividend, dus akkoord gaan met volledige winstinhouding; bijv. omdat zij de onderneming een spaarpot willen laten zijn. Daarbij kan het komen tot:

- *negatieve rendabiliteit*: de onderneming lijdt verliezen. De verliezen doen het eigen vermogen inkrimpen; de solvabiliteit gaat daardoor achteruit, met alle gevolgen welke reeds bij het niet voldoen aan de solvabiliteitsvereisten werden opgesomd;
- *onvoldoende rendabiliteit*: jammer, maar bij volledige winstinhouding zal het eigen vermogen toch blijven toenemen met het rendabiliteitspercentage, bijv. met 10%, of 6% of 2% per jaar en dan kan de onderneming het met weinig reële groei of met heel langzame reële inkrimping nog zeer lang uithouden zonder dat zij in ernstige financieringsmoeilijkheden behoeft te geraken.

Ernstig nadeel zou pas optreden, indien de eigenaren/aandeelhouders de onderneming aan een andere partij zouden willen verkopen. Een sub-rendabele onderneming brengt uiteraard veel minder op dan een goed-rendabele.

— *Open vennootschappen met verspreide aandeelhouders/beleggers*

Ook hier werken de schadelijke consequenties van onvoldoende rendabiliteit pas op langere termijn uit. Dit hangt evenals bij besloten ondernemingen af van de mate waarin aan de rendementsvereisten tekort gekomen wordt. Het gevolg kan zijn:

- *negatieve rendabiliteit*: de onderneming lijdt verliezen. De verliezen doen het eigen vermogen inkrimpen; de solvabiliteit gaat daardoor achteruit, met alle gevolgen welke reeds werden opgesomd bij het niet voldoen aan de solvabiliteitsvereisten;
- *onvoldoende rendabiliteit*: de onderneming kan niet tegelijk de bij aandelenbeleggers gewekte dividendverwachtingen honoreren en haar eigen vermogen voldoende blijven versterken met ingehouden winst.

In het laatste geval moet de onderneming tussen twee kwaden kiezen:

1. Of de op bij aandelenbeleggers gewekte dividendverwachting van geleidelijk oplopende dividenden in hoofdzaak volhouden, en

3.6 Financieel beleid

minder van de gemaakte winst gaan inhouden. Aangezien, zoals reeds opgemerkt, een doorlopende onderneming een steeds toenemende behoefte aan financieringsmiddelen heeft, noodzaakt dit geval de onderneming tot een volgende keus tussen twee kwaden: of het bedrijf normaal voort te zetten en in sterkere mate op leningen en kredieten terug te vallen, met als gevolg verzwakking van de solvabiliteit; of investeringsuitgaven te beperken enz. zoals bij een solvabiliteitscrisis is behandeld, met als gevolg een ondermijning van de toekomstige rendabiliteit.

2. Of het dividend verlagen en voorrang geven aan winstinhouding. Op die manier kan de onderneming zichzelf wellicht nog lange tijd redden. Echter heeft zij dan haar aandeelhouders een beetje in de steek gelaten; en als zij in het geheel geen dividend uitkeert heeft zij hen zelfs geheel in de steek gelaten.

Dit wordt zwaar bestraft als de onderneming later nog eens een poging zou willen doen nieuwe aandelen te plaatsen — een aandelenemissie — om financiële armslag te verkrijgen bijv. voor expansie of om nieuwe bestaansmogelijkheden aan te boren. De beleggerswereld heeft een geheugen als een olifant. Als zij eenmaal door een onderneming gedupeerd is, blijft zij haar tientallen jaren wantrouwen.

Met andere woorden: een onderneming, welke haar aandeelhouders teleurstelt in door haarzelf bij aandeelhouders gewekte verwachtingen omtrent de toekomstige dividendestroom, verliest daarmee voor een lange toekomst de toegang tot de emissiemarkt voor nieuw aandeelhoudersvermogen. Een heel zware straf, welke de ontwikkelingsmogelijkheden van die onderneming de das kan omdoen.

Dit wordt trouwens nog verergerd door de omstandigheid dat leninggevers terughoudender worden tegenover ondernemingen welke geen redelijke kans meer op een aandelenemissie hebben. Zolang die kans nog wel reëel is, mag de geldgever verwachten dat bestaande leningen ten dele zouden kunnen worden afgelost uit de ontvangsten uit plaatsing van nieuwe aandelen. Maar als die kans vervlogen is, zou dat eventueel moeten gebeuren door onttrekking van geldmiddelen aan het bedrijf, waardoor dat uiteraard zou verzwakken.

Conclusie

Gezonde ondernemingen moeten een steeds toenemend bedrag aan totale activa financieren. Dat kunnen zij alleen doen, indien zij aan de eisen van hun financiële omgeving, hun financiële buitenwereld blijven voldoen. Deze bepaalt de financiële levensvoorwaarden voor ondernemingen, in het kort samengevat:

- *financieringsvereisten:*
 1. op korte termijn: liquiditeitsvereisten,
 2. op langere termijn: solvabiliteitsvereisten,
- *rendabiliteitsvereiste:*
 3. over de jaren gemiddeld: rendabiliteitsvereiste eigen vermogen.

*Dr. F. W. C. Blom is directeur van Bureau voor Financieel Management
Dr. F. W. C. Blom BV.*

