

## VERRADERLIJKE VOLATILITEIT

door Paul Koster



tes"). Hun jaarrapportages maken geen melding van financiële randvoorwaarden waaraan zij moeten voldoen om de financiering niet in gevaar te brengen. Ook Philips, DSM en KPN worden door hun financiers ogenschijnlijk niet erg dicht op de huid gezeten. Zo geeft fijnchemieconcern DSM aan dat "schuldenconvenanten geen onderdeel uitmaken van de obligatieleeningen en financieringsarrangementen".

KPN heeft zichzelf wel financiële kaders opgelegd, om de kredietbeoordelaars te vriend te houden, maar voor haar schuldpapier en bankleningen zijn geen schuldafspraken gemaakt.

### MIDKAP

Ook onder de midkapfondsen is niet ieder bedrijf even transparant over de bankafspraken. Zes bedrijven laten onduidelijkheid bestaan over de precieze inhoud van hun financieringsovereenkomst.

Dat zijn bijvoorbeeld de machinebouwer voor de chipindustrie Besi, medicijnmaker Fagron, textieltechnologiebedrijf TenCate en de onlangs door investeerder Hal naar de beurs gebrachte optiekketen GrandVision. Van de AMX-bedrijven maken Galapagos, BinckBank en PostNL momenteel geen gebruik van bankleningen.

### WAARBORGEN

Als bedrijven bij banken of via onderhands schuldpapier geld lenen, willen geldverstrekkers behalve een rentevergoeding ook waarborgen. Daarom bevatten convenanten ook de voorwaarden die banken aan ondernemingen opleggen bij de toekenning van een lening.

Die afspraken schrijven bijvoorbeeld voor dat de verhouding tussen nettoschuld (korte- en langetermijnleningen minus liquide middelen) en bedrijfsresultaat (ebitda) niet hoger mag zijn dan drie.

Ook is veelal opgenomen dat de rentelasten ten minste enkele malen moeten kunnen worden betaald uit het bedrijfsresultaat (rentedekking).

Voor vastgoedbedrijven als Wereldhave, NSI en Unibail Rodamco zijn bovendien de beleningsgraad (de schuld ten opzichte van de waarde van het vastgoed) of solvabiliteit (eigen vermogen ten opzichte van balanstotaal) gangbare criteria.

### BANKIER OP BEZOEK

Wat er kan gebeuren als bedrijven hun bankafspraken niet kunnen nakomen, is recent pijnlijk duidelijk geworden bij Imtech. In korte tijd moest het bedrijf vijf keer een beroep doen op zijn financiers. Die vijfde keer bleek, na twee aandelenuitgiftes en de verkoop van een bedrijfsonderdeel, te veel. Onderneming en banken konden het niet eens worden met het faillissement als gevolg.

Vorige maand werden aandeelhouders

**OOK MIDKAP-FONDSEN ZIJN NIET ALLEMAAL TRANSPARANT**

ders Heijmans opgeschrikt door slecht nieuws. De nettoschuld was gedurende het tweede kwartaal zodanig opgelopen dat het bouwbedrijf de bankafspraken gevaarlijk dicht naderde. Het bouwconcern verloor daarop meer dan 40 procent van zijn beurswaarde. In het eerste kwartaal was Heijmans al in conclaaf gegaan met zijn kredietverschaffers na tegenvallende jaarcijfers. Daar stond toen een eenmalige boete én een opgeschroefd rentepercentage tegenover.

**D**e dramatische beursweek halverwege augustus heeft ons op een keiharde manier herinnerd aan twee belangrijke beleggingsregels. Blijkbaar zijn daar tumultueuze omstandigheden voor nodig. De beursreacties wereldwijd na de zoveelste zware beursval in China waren ongelooflijk heftig.

De Wall Street Journal publiceerde onlangs een pakkend overzicht van de onrust op de grootste en meest liquide beurs in de wereld, de New York Stock Exchange op maandag 24 augustus, inmiddels omgedoopt tot een "nieuwe zwarte maandag". De NYSE moest - zeer uitzonderlijk - de handel in futures onderbreken vanwege de vrije val in koersen. Daardoor verloren handelaren een belangrijk mechanisme om zich in te dekken tegen koersschommelingen, want daar gebruiken ze futures voor.

Bijzonder was ook dat de VIX-index, de bekende onrust-barometer, die dag pas om 10 uur zijn eerste notering kende, een half uur later dan normaal. Een serieus probleem ontstond toen vele etf's door de paniek ver onder hun intrinsieke waarde noteerden. Met andere woorden: de waarde van alle onderliggende aandelen in de etf was veel hoger dan de koers van de etf die werd afgegeven.

Daarmee werd nog maar eens duidelijk hoe belangrijk het is voor beleggers om bij aan- en verkooporders een prijslimiet op te geven. Etf-houders die een verkoopopdracht zonder limiet hadden ingelegd kregen een opbrengst die ver onder de echte waarde van de onderliggende aandelen in de ETF lag. De handelaren konden niet goed die onderliggende waarde berekenen door de enorme schommelingen en daarmee de ETF niet goed prijzen.

Een harde les was er ook voor beleggers met geleend geld. Door de dramatische koersschommelingen werden aandeelhouders die aandelen hadden gekocht met geleend geld gebeld door de bank met het verzoek geld bij te storten, de zogenaamde marginverplichting. Toen de waarde van de aandelen sterk daalde. Als een aandeelhouder daar niet aan kan voldoen worden de aandelen zonder pardon door de bank verkocht met verliezen op die aandelen gerealiseerd.

In een chaotische markt is dat een zeer onfortuinlijke situatie. Zelfs grote aandelen als Walmart en General Electric opende drastisch lager (-20%) om na een paar uur weer te herstellen. Maar van dat herstel profiteerden beleggers niet wiens stukken gedwongen verkocht waren door de bank. De tweede belangrijke les is daarmee duidelijk: koop geen aandelen met geleend geld. Ook al verdien je meer als in goede tijden, de verliezen na de gedwongen verkoop zijn onomkeerbaar.