

Solvabiliteit zakt in het rood als zachte posten buiten beschouwing worden gelaten

bedragen in miljoenen euro's

	immateriële activa	eigen vermogen	balanstotaal	solvabiliteit	aangepaste solvabiliteit
Wolters Kluwer NV	4.729	1.561	6.691	23%	-47%
TomTom NV	1.253	708	1.799	39%	-30%
Koninklijke KPN NV	9.212	2.930	22.387	13%	-28%
Unilever NV	21.913	14.921	47.512	31%	-15%
Royal Imtech NV	1.188	932	3.719	25%	-7%
Randstad Holding NV	3.287	2.899	7.775	37%	-5%
Heineken NV	10.835	10.092	27.127	37%	-3%
Arcadis NV	501	455	1.559	29%	-3%

*De aangepaste solvabiliteit is het eigen vermogen minus de volledige post immateriële activa gedeeld door het balanstotaal

als een onderneming omvalt.

De praktijk is gecompliceerder. Het eigen vermogen van aandeelhouders is niets anders dan het verschil tussen bezittingen en schulden van een onderneming. Juist de waarde van de bezittingen is door topmannen goed te masseren in de gewenste richting.

Topmannen kunnen de waarde van zogenaamde 'zachte' bezittingen relatief gemakkelijk oppompen. Denk daarbij aan klantenbestanden, merken of uitgavenrechten, de zogenoemde immateriële activa.

Door de bezittingen wat hoger uit te laten vallen, resulteert, bij gelijkblijvende schulden, een hoger eigen vermogen.

Omdat de werkelijke waarde van zachte activa flink kan afwijken van het bedrag waarvoor het in de boeken staat, vinden bijvoorbeeld bankiers deze bezittingen minder interessant.

Zij hebben liever 'harde' bezittingen - fabrieken, gebouwen en machines - als onderpand. Als bankiers de solvabiliteit berekenen, trekken zij vaak eerst (een gedeelte van) de zachte bezittingen van het eigen vermogen af om een aangepaste solvabiliteit te berekenen.

Bij veel ondernemingen op het Damrak zou de solvabiliteit sterk ne-

gatief zijn als deze wordt geschoond voor alle zachte bezittingen.

Maar ook dat is geen reële voorstelling van zaken. Helemaal waardeloos zijn deze zachte activa natuurlijk niet. Klantenbestanden, merken en uitgavenrechten kunnen ondernemingen juist een voorsprong geven op concurrenten waardoor een goede boterham verdiend kan worden.

Er kleven meer beperkingen aan de solvabiliteit als graadmeter. Het is een statisch getal dat niets zegt over de ruimte die een bedrijf heeft om rentebetalingen te kunnen doen.

Een hoge schuld (of lage solvabiliteit) is geen probleem als een onderneming een vette kasstroom heeft, bijvoorbeeld omdat klanten graag meer betalen voor een goed merk. In plaats van de solvabili-

teit is de verdien capaciteit van een onderneming ten opzichte van de schuldpositie vaak een relevantere ratio voor banken. Zo kijken bankiers bijvoorbeeld hoeveel keer de rentelasten door de winst gedekt zijn.

MARKTKAPITALISATIE

En dan is er nog de moeilijkheid dat de solvabiliteit, net als veel andere ratio's, gaat over zaken uit het verleden en niet per se overeenkomt met de werkelijke waarde.

Daarom kan de verdien capaciteit beter beoordeeld worden door de schulden van een bedrijf af te zetten tegen de marktwarde van het eigen vermogen, oftewel het aantal uitstaande aandelen maal de beurskoers (marktkapitalisatie).

De marktkapitalisatie geeft een taxatie van de markt over de toekomstige winsten van de onderneming en dus ook de door de markt geschatte ruimte om rentebetalingen te kunnen doen.

Bovendien geeft de marktkapitalisatie van een onderneming waarschijnlijk een beter beeld van de waarde van de zachte bezittingen die op de balans staan.

Het is vaker dat afboekingen op immateriële activa slechte prestaties op de beurs volgen dan andersom. Zoals in het laatste jaar gebeurde bij TomTom, Grontmij en CSM.

VOLGENS DE BOEKJES GEEFT DE RATIO INZICHT IN WAT OVERBLIJFT ALS EEN ONDERNEMING OMVALT DAT LIGT GECompliceerder.