

Grontmij-case

HOE WERKT EEN CLAIMEMISSIE?

Beursfondsen in financiële problemen zien vaak geen andere manier om hun balans te versterken en hun schulden af te lossen dan gebruik te maken van een claimemissie. Bedrijven bieden dan hun nieuwe aandelen aan met een (hoge) korting en vragen hun banken de opbrengst van de claimemissie te garanderen met onderwriting. Aan de hand van een aantal vragen over de claimemissie van Grontmij, leggen de auteurs uit hoe het proces precies werkt. Waarom koos Grontmij voor een claimemissie? Wat is het effect ervan op het vermogen van bestaande aandeelhouders? Wat is het doel van onderwriting?

DOOR ROBERT SCHULTE, SANDER OUDE LUTTIKHUIS EN DENNIS VINK

Als een beursgenoteerde onderneming extern kapitaal nodig heeft kan ze dit aantrekken in de vorm van vreemd vermogen, eigen vermogen of een mix van deze twee vormen (hybride financiering). Vanuit kosten oogpunt bezien, kan het toevoegen van vreemd vermogen uitkomst bieden omdat in principe vreemd vermogen goedkoper is dan eigen vermogen. In de situatie van Grontmij echter, was het aantrekken van additioneel vreemd vermogen geen optie omdat het bedrijf reeds met (te) veel vreemd vermogen gefinancierd was. De doelstelling was om de balanspositie te versterken door het vreemd vermogen af te bouwen en om die reden is de financieringskeuze noodzakelijkerwijs doorgeschoven van vreemd naar eigen vermogen. In figuur 1 is een opsomming gegeven van claimemissies die in de periode 2005 tot en met 2013 in Nederland plaatsvonden. Uit de laatste kolom blijkt dat de meeste bedrijven de claimemissies gebruikten om hun balanspositie te versterken.

Wat gebeurt er bij een claimemissie?

Laten we hier een beursgenoteerde onderneming als voorbeeld nemen. Zij kan kapitaal aantrekken op de beurs door nieuwe aandelen uit te geven. Bestaande aandeelhouders worden dan echter wel geconfronteerd met het feit dat bij een gelijkblijvende ondernemingswaarde de waarde per aandeel kleiner zal worden (de waarde van de onderneming zal im-

mers verdeeld worden over meer aandelen dan voorheen). Ook het uit te keren dividend moet in het vervolg verdeeld worden over meer aandelen, wat leidt tot een lager dividend per aandeel. Dit noemen we verwatering. Voor dit verwateringseffect willen bestaande aandeelhouders een financiële compensatie ontvangen in de vorm van een korting op de prijs van de nieuw uit te geven aandelen in de claimemissie.

Hoe werkt een claimemissie?

Bestaande aandeelhouders krijgen op basis van hun huidige aantal aandelen rechten (claims) toegekend om nieuwe aandelen tegen korting op de uitgifteprijs te mogen kopen. Vervolgens kunnen die aandeelhouders besluiten hun rechten uit te oefenen en nieuwe aandelen te ontvangen op basis van het aantal claims dat hun is toegewezen. Het voordeel voor be-

Bij een claimemissie versterkt de onderneming haar eigen vermogen

staande aandeelhouders is dat de nieuwe aandelen een (aanzienlijk) lagere uitgifteprijs hebben dan de prijs van de aandelen vóór de claimemissie. Bovendien krijgen de huidige

	Uitgiftedatum	Uitgevende onderneming	EUR miljoen	Discount to TERP	Gebruik van opbrengsten
1	23-03-2005	Corporate Express	250	-20,0%	Balansversterking
2	15-02-2007	Versatel	255	-16,4%	Acquisities
3	22-07-2007	Samas	35	-28,0%	Balansversterking
4	11-12-2007	BinckBank	394	-21,0%	Acquisities
5	11-09-2008	Royal Delft	6	-16,0%	Acquisities
6	10-07-2009	Heijmans	105	-39,8%	Balansversterking
7	14-07-2009	TomTom	359	-36,5%	Balansversterking
8	17-07-2009	Wavin	227	-38,1%	Balansversterking
9	16-12-2009	ING Groep	7.628	-37,3%	Balansversterking
10	15-06-2010	Koninklijke BAM	249	-38,3%	Balansversterking
11	14-12-2010	Dockwise	78	-7,5%	Balansversterking
12	02-12-2011	Ordina	35	-7,0%	Balansversterking
13	29-05-2012	Grontmij	80	-35,0%	Balansversterking
14	03-04-2013	SBM Offshore	190	-15,4%	Balansversterking
15	25-04-2013	KPN	3.009	-35,0%	Balansversterking
16	04-07-2013	Imtech	500	-37,3%	Balansversterking
Gemiddelde			838	-26,8%	
Mediaan			238	-31,5%	

Figuur 1

Claimemissies 2005-2013, opbrengst, discount en doel van de emissie (bron: master of science-scriptie van R.B.L. Schulte afgerond in 2013 aan de controlling-opleiding van Nyenrode Business Universiteit).

aandeelhouders het recht om als eerste tegen deze lage prijs te kopen. Als de aandeelhouders besluiten zelf geen gebruik te maken van het recht, is er financiële compensatie, omdat ze het recht mogen verkopen. Het verwateringsverlies waarmee de bestaande aandeelhouder in eerste instantie wordt geconfronteerd als gevolg van de emissie, wordt zo uiteindelijk gecompenseerd door de waarde van de verkregen claim.

Kortom, bij een claimemissie versterkt de onderneming haar eigen vermogen, waarbij de bestaande aandeelhouders de mogelijkheid krijgen aandelen tegen korting te kopen, zonder dat ze daarbij last hebben van (te veel) verwatering.

Claimemissie Grontmij

Aan de hand van de claimemissie van Grontmij tonen we hierna aan dat de waarde van de claim voor de bestaande aandeelhouder gelijk is aan het verwateringsverlies. Figuur 2 geeft een cijfermatige toelichting op de verschillende fases in de claimemissie van Grontmij. Op 9 mei 2012 werd de claimemissie van Grontmij door de aandeelhoudersvergadering (AVA) goedgekeurd en was de slotkoers van een aandeel Grontmij 4,87 euro per aandeel. De onderneming had op dat moment 21,3 miljoen aandelen uitstaan, resulterend in een

marktkapitalisatie van circa 104 miljoen euro ($4,87 \times 21,3$ miljoen). De claimemissie moest 80 miljoen euro opbrengen en Grontmij wilde dat bereiken door 42,6 miljoen nieuwe aandelen uit te geven. De voorwaarden van de claimemissie bepaalden dat iedere bestaande aandeelhouder 1 claimrecht ontving voor ieder aandeel dat hij in eigendom had. Voor 1 claimrecht konden twee nieuwe aandelen verkregen worden tegen beta-

Sub-underwriting is belangrijk voor het slagen van de emissie

ling van een uitgifteprijs van 1,87 euro per aandeel. De korting op de uitgifteprijs ten opzichte van de toen geldende slotkoers van 4,87 euro is afgerond 62 procent ($((4,87 - 1,87) / 4,87 \times 100\% = 62\%)$).

Het gewogen gemiddelde van de prijs van de nieuwe en oude aandelen kwam voor Grontmij uit op: $(1 \times 4,87 + 2 \times 1,87) / 3 = 2,87$ euro. Deze prijs noemen we de *theoretical ex-rights*

Effect op de marktprijs van Grontmij		
I. Voor de claimemissie (pre-offering)		
1	Aantal aandelen	21.322.500
2	Aandelenkoers (EUR)	4,87
3	Marktkapitalisatie (EUR)	103.840.575
II. Claimemissie (offering)		
4	Aantal nieuwe aandelen	42.645.000
5	Uitgifteprijs (EUR)	1,87
6	Claimemissieopbrengst (EUR)	79.746.150
7	TERP (EUR)	2,87
8	Uitgifteprijs discount (%)	62%
9	Discount to TERP (%)	35%
10	Waarde van het claimrecht (EUR)	2,00
III. Na claimemissie (post-offering)		
11	Aantal aandelen	63.967.500
12	Kapitalisatie (EUR)	183.586.725
13	Aandelenkoers (ex claim)	2,87
IV. Netto winst of verlies voor initiële aandeelhouder		
14	Verlies per aandeel als gevolg van verwatering (EUR)	2,00
15	Winst per aandeel door verkoop of uitoefening claim (EUR)	2,00
16	Netto winst of verlies	€ 0

Figuur 2

Analyse van het effect van de claimemissie op de marktprijs van Grontmij (bron: master of science-scriptie van R.B.L. Schulte afgerond in 2013 aan de controlling-opleiding van Nyenrode Business Universiteit).

price (TERP). De TERP geeft aan wat het aandeel waard is na de emissie. De TERP is gelijk aan de marktkapitalisatie vóór emissie (aantal uitstaande aandelen x beurskoers daags voor ex-claimdatum) plus de omvang van de emissie, gedeeld door het totaal aantal uitstaande aandelen na afronding van de emissie.

Een voorbeeld. Stel een aandeelhouder heeft 1 aandeel gekocht pre-claim tegen een prijs van 4,87 euro. Hij ontvangt nu 2 extra aandelen tegen een betaling van 2 x 1,87 euro. De totale prijs die hij betaald heeft voor 3 aandelen is 8,61 euro en is gelijk aan een gemiddelde prijs van 2,87 euro per aandeel post-claim ($8,61 / 3 = 2,87$). De waarde van een claimrecht wordt vervolgens berekend door het verschil te nemen tussen de prijs van een aandeel vóór de claimemissie en de prijs van een aandeel ná de claimemissie:

Waarde van een claimrecht = Prijs voor claimemissie – Theoretische prijs na claimemissie

De waarde van een claimrecht volgens de voorgaande formule is dus 2,00 euro ($4,87 - 2,87$). Het verschil tussen de prijs voor de claimemissie en na de claimemissie uitgedrukt als een percentage van de originele prijs wordt het verwateringseffect van de claimemissie genoemd. In dit voorbeeld is

het verwateringseffect 41 procent ($2,00 / 4,87 \times 100\%$). Figuur 2 presenteert de netto winst of het netto verlies voor de initiële aandeelhouder als gevolg van de claimemissie. Het verlies per aandeel door de verwatering is 2,00 euro, dat is precies gelijk aan de waarde van de claim. Kortom: het verwateringseffect wordt gecompenseerd door de waarde van de claims en heeft in principe geen invloed op het vermogen van de aandeelhouder.

Doel onderwriting

Claimemissies in Nederland worden bij voorkeur uitgevoerd in de vorm van een gegarandeerde claimemissie. (Dit sluit aan bij de gangbare praktijk in het Verenigd Koninkrijk waar aandelenemissies altijd onderwriten zijn, met een enkele uitzondering van kleine bedrijven in zeer zware financiële nood (Korteweg en Renneboog, 2002).)

Hoe werkt een gegarandeerde claimemissie? Wanneer een onderneming aandelenkapitaal wil aantrekken, worden één of meerdere onderwriters in de arm genomen. Onderwriters kunnen met de onderneming (hun cliënt) afspreken dat in het geval er zich geen marktpartijen inschrijven om aandelen te kopen, onderwriters zelf de nieuw uit te geven aandelen van hun cliënt kopen tegen een vooraf vastgestelde prijs. Daarmee geeft de underwriter de garantie af dat de onderneming de opbrengsten van de aandelenemissie ook daadwerkelijk ontvangt. Dat is cruciaal voor de onderneming, die uiteindelijk als doelstelling heeft te kunnen beschikken over een bepaald bedrag in de vorm van nieuw kapitaal.

Underwriting bood Grontmij zekerheid over de opbrengsten van de emissie

Mocht er niet voldoende kapitaal worden opgehaald, dan vormt de underwriter – om het risico te delen – frequent een syndicaat met banken of hij gaat op zoek naar sub-underwriters. Sub-underwriting is belangrijk voor het slagen van de emissie en wordt in veel gevallen uitgevoerd door bestaande aandeelhouders. Zij hebben er immers belang bij dat de emissie succesvol verloopt. Bestaande aandeelhouders bieden sub-underwriting aan naar rato van hun bestaande aandelenbelang. Bij de claimemissie van Grontmij bijvoorbeeld, trad een syndicaat van banken op als onderwriters, aangevuld met sub-underwritingcontracten met de vijf grootste aandeelhouders die vooraf hadden toegezegd naar



rato van hun bestaande belang (samen 49%) te participeren in de claimemissie.

Een ander voorbeeld is KPN. Bij KPN trad een bankensyndicaat op als underwriter met aan boord sub-underwriting door grootaandeelhouder América Móvil, die beloofde voor 29,8 procent te zullen participeren in de claimemissie.

Conclusie

In dit artikel beschreven we aan de hand van de case Grontmij hoe een claimemissie werkt. Grontmij heeft een te hoge schuldenlast opgebouwd en is in 2012 overgegaan tot het emitteren van aandelen door middel van een claimemissie. Het doel is het versterken van de balans door het aflossen van de schulden uit de opbrengst van de emissie. Het is belangrijk te beseffen dat een emissie van nieuwe aandelen leidt tot verwatering van de prijs van de bestaande aandelen. Om dat verlies te compenseren, heeft Grontmij ervoor gekozen om de nieuwe aandelen tegen een (hoge) korting aan te bieden aan de huidige aandeelhouders. Dat betekent dat de uitgifteprijs van de nieuwe aandelen in de claimemissie lager is dan de koers vóór de emissie. Op deze wijze worden de huidige aandeelhouders (volledig) gecompenseerd voor het verwateringseffect en zal het vermogen van de aandeelhouders in principe niet aangetast worden. Tot slot beschreven we dat underwriting Grontmij zekerheid bood over de opbrengsten van de emissie. Belangrijk hierbij is

dat de bestaande aandeelhouders actief meedenken en participeren als sub-underwriters om het succes van de emissie te garanderen en het noodzakelijke kapitaal op te halen.

Literatuur

- ~ Grontmij N.V. (2012). *Rights Issue Prospectus, 2 for 1 Rights Issue*, 10 May 2012.
- ~ Korteweg, A. en L. Renneboog (2002). The Choice between Rights-Preserving Issue Methods: Regulatory and Financial Aspects of Issuing Seasoned Equity in the UK, *Discussion paper*, Department of Finance and Center for Economic Research, Tilburg University, no. 2002-93.
- ~ Schulte, R.B.L. (2013). De claimemissie als financieringsinstrument: Uit nood geboren? Een field study gericht op het claimemissieproces bij Grontmij, scriptie master of science in controlling, Nyenrode Business Universiteit.

Robert Schulte MSc is business performance manager bij Veme-dia Pharma Group.

Drs. ing. Sander Oude Luttikhuis is eigenaar van Capax Capital Partners en daarnaast als senior lecturer corporate finance verbonden aan Nyenrode Business Universiteit.

Prof. dr. Dennis Vink is als hoogleraar Financiën en investeringen verbonden aan Nyenrode Business Universiteit. Daarnaast werkt hij voor universiteiten in Kopenhagen en in Moskou op het terrein van financial analytics.

Dit artikel is het resultaat van een field study gericht op het claimemissieproces bij Grontmij (Schulte, 2013) in het master of science in controlling-programma op Nyenrode Business Universiteit.