

Informatie over convenanten en (her)financieringen in jaarrekeningen van Nederlandse ondernemingen

Jan Backhuijs en Gerard Mertens

SAMENVATTING Gekwantificeerde informatie over de financiering van ondernemingen draagt bij aan het verschaffen van inzicht in de solvabiliteit en liquiditeit van ondernemingen. In dit artikel wordt onderzocht welke (kwantitatieve) informatie Nederlandse ondernemingen, die rapporteren op basis van IFRS of Dutch GAAP (Nederlandse verslaggevingsregels), in hun jaarrekening geven over gedurende het verslagjaar aangetrokken financiering, of zij met hun financiers convenanten afsluiten, welke dit zijn, of de uit deze convenanten afgeleide doelstellingen worden gerealiseerd en wat en hoe zij daarover in hun jaarrekeningen rapporteren.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Een onderneming die in haar jaarrekening gekwantificeerde informatie verstrekt over haar financiering draagt bij aan het inzicht in haar solvabiliteit en liquiditeit. Hierbij valt te denken aan de effectieve rentevoet van nieuw aangetrokken financieringen, de met de financiers afgesproken convenanten en realisaties ervan, alsmede afgesproken wijzigingen van convenanten.

1 Inleiding

Normaal gesproken stelt een onderneming haar jaarrekening op uitgaande van continuïteit. Die vooronderstelling is in veel gevallen vanzelfsprekend, maar in de huidige economische realiteit is het interessant te bezien of en in hoeverre dat ook werkelijk zo is. We onderzoeken dat in dit artikel aan de hand van de jaarrekeningen over 2012 van Nederlandse ondernemingen, dat wil zeggen beursgenoteerde ondernemingen die hun geconsolideerde jaarrekening op basis van IFRS opstellen, en grote niet-beursgenoteerde ondernemingen die hun jaarrekening op basis van Nederlandse verslaggevingsregels opstellen (nader afgebakend in para-

graaf 2). Een van de indicatoren voor het kunnen voldoen aan de continuïteitsveronderstelling betreft het aantrekken van financieringen. In dit artikel wordt onderzocht welke informatie door ondernemingen wordt verstrekt wanneer zij nieuw vermogen aantrekken (in paragraaf 3) dan wel tot (her)financieringen zijn overgegaan (in paragraaf 4). Ook bekijken we ten aanzien van bestaande financieringen of de afspraken hierover met financiers zoals overeengekomen in convenanten zijn verwezenlijkt en, indien dat niet het geval is, wat de impact daarvan is in de jaarrekening (paragraaf 5). We sluiten af met enkele conclusies (paragraaf 6).

2 Afbakening van het onderzoeksveld

In dit artikel hebben we de jaarrekeningen over 2012 onderzocht van de ondernemingen die per 1 januari 2013 waren opgenomen in de AEX, AMX en AScX (zie bijlage). De geconsolideerde jaarrekeningen van deze beursgenoteerde ondernemingen zijn opgesteld op basis van IFRS zoals goedgekeurd door de Europese Unie. Van één onderneming was ten tijde van het onderzoek geen jaarrekening beschikbaar.

Daarnaast hebben we 25 jaarrekeningen over 2012 onderzocht van Nederlandse ondernemingen die hun jaarrekening opstellen op basis van Boek 2 Titel 9 van het Nederlandse Burgerlijk Wetboek nader uitgewerkt in de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving (hierna samengevat onder de benaming: Dutch GAAP). Voor de selectie van deze jaarrekeningen hebben we in eerste aanleg gekeken naar de jaarrekeningen over 2012 die op 10 juni 2013 via company.info beschikbaar waren. Hieruit hebben we allereerst de jaarrekeningen geëlimineerd die op basis van IFRS waren opgesteld en de jaarrekeningen van middelgrote en kleine ondernemingen (in de zin van art. 2:397 BW respectievelijk art. 2:396 BW). Uit de resterende populatie hebben we vervolgens via een

aselecte steekproef 25 jaarrekeningen geselecteerd die in ons onderzoek zijn betrokken (zie bijlage).

We hebben de ondernemingen nader ingedeeld naar de bedrijfstak waarin zij primair werkzaam zijn. Daarbij is een zestal bedrijfstakken onderscheiden. Deze indeling is overigens niet in alle gevallen eenduidig omdat een aantal ondernemingen in meer dan een bedrijfstak actief is. In die gevallen hebben we de ondernemingen geïnclassificeerd naar de meest prominente activiteit zoals die uit de jaarrekening naar voren komt (zie tabel 1).

Ter vergelijking, in tabel 2 van het onderzoek van Backhuijs en Knoops (2011) van de jaarrekeningen van ondernemingen in de FTSE Eurotop 100 Index is een soortgelijke indeling opgenomen.

De jaarrekeningen over 2012 betreffen de jaarrekeningen over boekjaren die lopen van 1 januari tot en met 31 december 2012. Indien de onderneming een gebroken boekjaar heeft, hebben de onderzochte jaarrekeningen betrekking op een periode die in de loop van 2012 eindigt.

Bij ons onderzoek hebben we uitsluitend gekeken naar de informatie die in de jaarrekeningen zelf is opgenomen. Informatie in het jaarverslag (of een andere naam zoals het directieverslag), in de overige gegevens en op een andere plaats in de jaarstukken hebben we niet onderzocht, tenzij vanuit de jaarrekening een verwijzing werd gemaakt.

Ten slotte moet bij de bevindingen over de geselecteerde jaarrekeningen onder Dutch GAAP worden aangekend dat we geen aselechte steekproef hebben genomen uit de jaarrekeningen onder Dutch GAAP. We hebben ons namelijk in de eerste plaats beperkt tot grote niet-beursgenoteerde ondernemingen en daarnaast waren ten tijde van het onderzoek niet alle jaar-

rekeningen beschikbaar. Derhalve is geen sprake van een representatieve steekproef.

3 Nieuw vermogen en herfinancieringen

Het aantrekken van nieuw vermogen is een indicatie van de mogelijkheden van de onderneming om op langere termijn te blijven bestaan. De verschaffers van het nieuwe vermogen hebben blijkbaar voldoende vertrouwen in de onderneming dat deze de door hen toevertrouwde middelen op een goede wijze zal besteden en in overeenstemming met de gemaakte afspraken zal (terug)betalen. Onder het aantrekken van nieuw vermogen verstaan we de uitgifte van aandelen, het afsluiten van een leningsovereenkomst, het uitgeven van (converteerbare) obligaties en het verkrijgen van een nieuwe kredietfaciliteit.

3.1 Verwerking onderscheiden vermogensinstrumenten

Met betrekking tot de aard van het door de onderneming nieuw aangetrokken vermogen is allereerst het onderscheid tussen eigen vermogen en vreemd vermogen interessant. Zowel onder IFRS als onder Dutch GAAP wordt in de geconsolideerde jaarrekening in beginsel hetzelfde onderscheid gemaakt.

Van eigen vermogen is sprake als het instrument (IAS 32.11; RJ 290.802):

- a. geen verplichting omvat:
 - om liquide middelen of een ander financieel actief aan een andere partij te leveren; of
 - financiële instrumenten met een andere partij te ruilen onder potentieel nadelige voorwaarden;
- b. in de eigen-vermogensinstrumenten van de uitgevende onderneming zal of kan worden afgewikkeld zonder contractuele levering van een variabel aantal eigen-vermogensinstrumenten. Slechts in het geval van een vast aantal eigen-vermogensinstrumenten is er sprake van eigen vermogen; en
- c. indien het een derivaat op eigen-vermogensinstrumenten van de uitgevende onderneming betreft dat

Tabel 1 Ondernemingen ingedeeld naar beursindex (dan wel niet genoteerd) en bedrijfstak

Bedrijfstak:	AEX		AMX		AScX		Dutch GAAP		Totaal	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Productie	10	40	10	40	10	41	3	12	33	33
Dienstverlening	5	20	7	28	8	33	15	60	35	36
Energie	2	8	1	4	0	0	0	0	3	3
(Tele)communicatie	3	12	0	0	0	0	0	0	3	3
Handelsonderneming	1	4	0	0	3	13	5	20	9	9
Financiële instelling	4	16	7	28	3	13	2	8	16	16
Totaal	25	100	25	100	24	100	25	100	99	100

slechts kan worden afgewikkeld door een vast aantal eigen-vermogensinstrumenten tegen een vast bedrag te ruilen.

Gewone aandelen kennen geen verplichting voor de onderneming om aan de houders van deze aandelen de hoofdsom terug te betalen of een vergoeding te geven. Dit kan anders zijn bij preferente aandelen, als tussen de houders van de preferente aandelen en de onderneming is afgesproken dat de onderneming allereerst een dividend aan die houders betaalt. Bij sommige varianten van de voorwaarden waaronder het preferente dividend wordt uitgekeerd, moet eerst een orgaan van de onderneming (zoals de algemene vergadering of de raad van commissarissen) een zeker besluit nemen (zonder daartoe gedwongen te zijn) voordat het preferente dividend kan worden uitgekeerd. Dan is er geen sprake van een verplichte betaling, en dus van eigen vermogen (meer uitvoerig hierover Backhuijs & Kuijl, 2005). Vanwege deze bijzonderheden met betrekking tot preferent aandelenkapitaal hebben we in ons onderzoek afzonderlijk bekeken of gewoon aandelenkapitaal dan wel preferent aandelenkapitaal in 2012 is geplaatst.

Van vreemd vermogen is sprake als het instrument (IAS 32.11; RJ 940):

- a. een contractuele verplichting is om:
 - geldmiddelen of een ander financieel actief aan een andere partij te leveren; dan wel
 - financiële activa of financiële verplichtingen te ruilen met een andere partij onder voorwaarden die potentieel nadelig zijn voor de onderneming; dan wel
- b. een contract is dat in de eigen-vermogensinstrumenten van de onderneming zal of kan worden afgewikkeld en dat:
 - een niet-afgeleid instrument is waarbij de onderneming verplicht is, of kan worden, om een variabel aantal eigen-vermogensinstrumenten van de onderneming te leveren; dan wel
 - een derivaat is dat zal of kan worden afgewikkeld op een andere wijze dan door de ruil van een vast bedrag aan geldmiddelen of een ander financieel actief voor een vast aantal eigen-vermogensinstrumenten van de onderneming.

Indien sprake is van vreemd vermogen wordt het vreemd-vermogensinstrument voor de eerste keer gewaardeerd tegen zijn reële waarde (IAS 39.43; RJ 290.501). Daarna wordt het instrument gewaardeerd tegen zijn geamortiseerde kostprijs waarbij gebruik wordt gemaakt van de effectieve-rentemethode (IAS 39.47; RJ 290.523). De effectieve rente wordt bepaald op het moment van het voor de eerste keer verwerken van het vreemd-vermogensinstrument en geeft de kosten van

het instrument voor de onderneming weer gedurende de periode dat het instrument ter beschikking van de onderneming staat, en wel als een vast percentage van het volgens de balans verschuldigde bedrag. De hoogte van de effectieve rente van nieuw aangetrokken vreemd vermogen is een interessant gegeven ten aanzien van de beoordeling van de onderneming door de vermogensmarkt. Daarom hebben we bezien in hoeverre hierover meer informatie in de jaarrekeningen 2012 is opgenomen. Overigens is deze informatie per uitgegeven instrument niet verplicht. Wel geeft de onderneming onder IFRS per klasse van financiële instrumenten de waarderingmethoden en, indien een waarderingstechniek is toegepast, de veronderstellingen die bij het bepalen van de reële waarde zijn gebruikt. Voorbeelden hiervan zijn de rente- en disconteringsvoeten (IFRS 7.27).

3.2 Herfinanciering

Onder herfinancieringen verstaan we in dit artikel het openbreken dan wel verlengen van een reeds bestaande kredietfaciliteit. Ook het verlagen dan wel verhogen van een reeds bestaande kredietfaciliteit is als herfinanciering geïnclassificeerd. Het laten aflopen van een bestaande kredietfaciliteit en daarna afsluiten van een vervangende kredietfaciliteit is als nieuwe financiering geïnclassificeerd (zie paragraaf 3.1).

3.3 Nieuwe- en/of herfinancieringen in 2012

In de onderzochte jaarrekeningen troffen we bij 43 ondernemingen (43%) geen nieuwe of herfinanciering in 2012 aan (tabel 2).

Opvallend is dat van de ondernemingen die geen nieuwe of herfinanciering hebben in 2012 (43%), het overgrote deel niet-beursgenoteerd is dan wel een notering in de AScX heeft. Aan de hand van de jaarrekeningen hebben we niet kunnen onderzoeken wat de redenen voor het minder aantrekken van nieuwe financiering bij deze ondernemingen zijn. Een mogelijke verklaring hiervoor is de samenstelling van de Dutch GAAP-steekproef: in tegenstelling tot de beursfondsen zijn er slechts drie productiebedrijven in de steekproef; verreweg de meeste ondernemingen zijn actief in de dienstverlening (zie tabel 1). De financieringsbehoefte in deze sector is doorgaans kleiner. Ook de omvang van de onderneming kan een rol spelen: deze ondernemingen hebben doorgaans minder financieringsbehoeften en een beperktere toegang tot kapitaalmarkten en andere financieringsbronnen. Een ongeveer gelijk beeld komt naar voren in het onderzoek van de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA, 2013) op basis van jaarstukken over 2011. In dit onderzoek heeft 72% van de AMX-ondernemingen en 68% van de AScX-ondernemingen in 2011 geen nieuwe lening, kredietfaciliteit en/of (converteerbare) obligatielening afgesloten (NBA, 2013, paragraaf 5.3.9), en heeft 56% van de AMX-ondernemin-

Tabel 2 Aantal en aard van nieuwe en herfinancieringen in 2012

	AEX		AMX		AScX		Dutch GAAP		Totaal	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Nieuwe/herfinanciering:										
Geen	6	24	3	12	14	58	20	80	43	43
Wél	19	76	22	88	10	42	5	20	56	57
	25	100	25	100	24	100	25	100	99	100
Nieuwe/herfinanciering middels:										
Aandelenkapitaal	6	21	3	10	5	24	2	34	16	19
Preferente aandelen	1	4	0	0	1	5	0	0	2	2
Leningen	11	39	13	43	7	33	3	50	34	40
(converteerbare) Obligaties	8	29	3	10	3	14	0	0	14	17
Kredietfaciliteit	2	7	11	37	5	24	1	16	19	22
Totaal *	28	100	30	100	21	100	6	100	85	100

* Sommige ondernemingen trekken meerdere financieringsvormen aan. Daarom kan het totaal aantal nieuwe/herfinancieringen groter zijn dan het aantal onderzochte jaarrekeningen.

gen en 84% van de AScX-ondernemingen in 2011 de reeds bestaande kredietfaciliteit niet opengebroken of verlengd (NBA, 2013, paragraaf 5.5.6).

Voorts levert een analyse naar bedrijfstak een uiteenlopend beeld op. Enerzijds presenteren 27% van de productieondernemingen in hun jaarrekening over 2012 geen nieuwe of herfinanciering. Anderzijds laten 57% van de dienstverlenende ondernemingen in hun jaarrekening over 2012 geen nieuwe of herfinanciering zien.

Uit de tabel blijkt voorts dat bij ruim de helft van de onderzochte ondernemingen (56; 57%) sprake is van nieuwe- en/of herfinanciering, bij een aantal via meer dan één vorm. De meeste ondernemingen met een nieuwe en/of herfinanciering vinden we binnen de AMX-index (22; 88%), gevolgd door de AEX (19; 76%). Voor wat betreft de aard van de financiering blijkt uit de tabel dat bij 16 ondernemingen sprake is van uitgifte van aandelen. Verder hebben één AEX- en één AMX-onderneming preferente aandelen uitgegeven in 2012. Deze vorm van financiering komt dus weinig voor ten opzichte van de uitgifte van gewone aandelen. De meest voorkomende vorm van (her)financiering is echter het aangaan van een (nieuwe) lening, gevolgd door het aantrekken van kredietfaciliteiten. In totaal is 34 keer (40%) sprake van nieuwe/gewijzigde leenovereenkomsten, 19 keer (22%) betreft het een nieuwe/gewijzigde kredietfaciliteit. Over nieuw aangetrokken vreemd vermogen wordt niet systematisch de effectieve rentevoet vermeld; zoals aangegeven is deze informatie niet verplicht maar geeft ze wel inzicht in de beoordeling van de onderneming door de vermogensmarkt.

Geconcludeerd kan worden dat er frequent sprake is van (her)financiering en dientengevolge eventuele wijzigingen in de vermogensstructuur en/of financierings-

voorwaarden. Gemiddeld één op de twee ondernemingen heeft hiermee te maken.

4 Nieuw vermogen en herfinancieringen in het kasstroomoverzicht

4.1 Herfinancieringen in het kasstroomoverzicht

Financieringstransacties zonder geldmiddelen mogen niet in het kasstroomoverzicht worden opgenomen. Dergelijke transacties moeten elders in de jaarrekening worden vermeld op een manier die alle relevante informatie over deze financieringsactiviteiten verschaft (IAS 7.43). Transacties zonder ruil van geldmiddelen worden niet naar hun samenstellende bestanddelen in het kasstroomoverzicht opgenomen. Van dergelijke transacties worden de aard en de samenstellende bestanddelen in de toelichting vermeld (IAS 7.44; RJ 360.206, 207 en 220). Ondanks deze bepalingen onder zowel IFRS als Dutch GAAP blijkt het in de praktijk toch nog wel eens voor te komen dat transacties zonder geldmiddelen in het kasstroomoverzicht onder de kasstromen uit financieringsactiviteiten worden opgenomen. Zo gaf de AFM aan te hebben gezien dat onderdelen in het kasstroomoverzicht zijn opgenomen die niet in een kasstroomoverzicht horen, zoals het omzetten van leningen in aandelenkapitaal of eigen vermogen (AFM, 2012). Met betrekking tot herfinancieringen zonder geldmiddelen hebben we in ons onderzoek niet altijd duidelijke informatie aangetroffen. Daarom kunnen we geen noemenswaardige bijzonderheden hieromtrent vermelden.

4.2 Herfinancieringen na balansdatum

Indien herfinanciering eerst na balansdatum wordt overeengekomen, wordt deze onder IFRS niet alsnog in de jaarrekening zelf verwerkt. Maar het ontbreken van in-

formatie hierover kan wel van invloed zijn op de gebruikers van de jaarrekening. Onder IFRS vermeldt de onderneming over alle belangrijke gebeurtenissen na balansdatum de aard van de gebeurtenis en een schatting van de mogelijke financiële gevolgen (IAS 10.21). Hiertoe behoren ook herfinancieringsafspraken die na balansdatum worden gemaakt indien deze afspraken invloed hebben op de gebruikers van de jaarrekening. Onder Dutch GAAP worden dergelijke afspraken over herfinancieringen na balansdatum niet in de jaarrekening verwerkt, tenzij ze van grote betekenis voor de onderneming zijn omdat anders de continuïteitsveronderstelling vervalt (RJ 160.206). Dergelijke afspraken worden door de onderneming wel onder de Overige gegevens opgenomen (art. 2:392 lid 1 onder g BW). Hebben deze afspraken invloed op de verwachtingen, dan meldt de onderneming ze tevens in het jaarverslag (art. 2:391 lid 2). Veelal zijn ze dan ook onder de Overige gegevens opgenomen (RJ 160.407).

In ons onderzoek zijn we over herfinancieringen na balansdatum het volgende tegengekomen (tabel 3).

Uit de tabel blijkt dat er in totaal zes ondernemingen zijn aangetroffen waar sprake is van (her)financiering na balansdatum. Het betreft drie AEX-, twee AMX- en één AScX-fonds. Bij de Dutch GAAP-onderneming is geen informatie in de jaarrekening aangetroffen. In alle gevallen waar wel sprake is van vermelding, is de informatie vermeld in de toelichting van de jaarrekening en niet bij de Overige gegevens.

Voor een voorbeeld van deze informatie verwijzen we naar figuur 6a.

4.3 Classificatie onder Dutch GAAP

Een bijzondere bepaling onder Dutch GAAP ten opzichte van IFRS betreft de classificatie van een schuld die binnen een jaar na balansdatum zal moeten worden terugbetaald. Indien de onderneming zowel het recht heeft als voornemens is deze schuld tegen de bestaande voorwaarden te herfinancieren voor ten minste 12 maanden, dan wordt de schuld toch als langlopend gerubriceerd. Heeft de onderneming dat recht niet maar slaagt zij er in vóór het opmaken van de jaarrekening een nieuwe overeenkomst te sluiten waardoor

de schuld alsnog voor minimaal 12 maanden wordt geherfinancierd, dan mag de onderneming de schuld toch als langlopend rubriceren (RJ 254.305).

Het gebruikmaken van deze optie zijn we in de onderzochte jaarrekeningen onder Dutch GAAP niet tegengekomen.

5 Convenanten

5.1 Inleiding

Met verschaffers van vreemd vermogen worden door veel ondernemingen afspraken gemaakt over het voldoen aan bepaalde voorwaarden op basis van gegevens in de jaarrekening van de onderneming, zogenoemde financieringsconvenanten. Het niet voldoen aan de afgesproken convenanten kan tot gevolg hebben dat bijvoorbeeld een langlopende lening onmiddellijk door de vermogensverschaffer kan worden opgeëist en daarom als kortlopend in de balans per jaareinde van de onderneming zou moeten worden verwerkt. Daarom hebben we aan dit aspect van de financiering van ondernemingen in ons onderzoek bijzondere aandacht besteed.

Overigens zijn de vereisten ten aanzien van presenteren van informatie over financieringsconvenanten niet heel gedetailleerd. Onder IFRS moet een onderneming weliswaar informatie geven over belangrijke risico's in verband met financiële instrumenten, zoals leningen (IFRS 7.B6). Anderzijds moet zij zelf beoordelen aan de hand van haar eigen feiten en omstandigheden in welke mate van detail zij deze informatie geeft. Hier moet zij een evenwicht zien te vinden tussen aan de ene kant het geven van details waarvan gebruikers wellicht geen gebruik meer maken, en aan de andere kant het versluieren van informatie als gevolg van een te hoge mate van samenvoeging (IFRS 7.B3). Onder Dutch GAAP moet een onderneming via haar jaarrekening, voor zover de aard daarvan dat toelaat, een zodanig inzicht geven dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent de liquiditeit van de onderneming (art. 2:362 lid 1 BW). Daarnaast moet in het jaarverslag aandacht worden besteed aan onder meer door de onderneming gelopen liquiditeitsrisico's (art. 2:391 lid 3 BW). In ons onderzoek hebben we alleen aandacht besteed aan de in de jaarrekening gegeven informatie.

Tabel 3 Herfinanciering na balansdatum

	AEX		AMX		AScX		Dutch GAAP		Totaal	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Vermelding in toelichting	3	50	2	34	1	16	0	0	6	100
Vermelding overige gegevens	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totaal	3	50	2	34	1	16	0	0	6	100

Tabel 4 Informatie over convenanten en plaats van vermelding

	AEX		AMX		AScX		Dutch GAAP		Totaal	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Informatie over convenanten:										
Niets vermeld	4	16	4	16	8	33	23	92	39	39
Vermeld dat er geen convenanten zijn	2	8	0	0	0	0	0	0	2	2
Informatie opgenomen over convenanten	19	76	21	84	16	67	2	8	58	59
Totaal	25	100	25	100	24	100	25	100	99	100
Plaats van vermelding:										
In toelichting jaarrekening	16	84	19	90	16	100	1	50	52	90
Verwijzing naar jaarverslag	3	16	2	10	0	0	1	50	6	10
Totaal	19	100	21	100	16	100	2	100	58	100

In de door ons onderzochte jaarrekeningen blijkt dat alle ondernemingen ultimo 2012 vreemd vermogen hebben. Daaropvolgend hebben we in de eerste plaats onderzocht of de ondernemingen in hun jaarrekeningen hebben vermeld of zij al dan niet convenanten met hun vreemd-vermogensverschaffers hebben afgesproken. Ten tweede is nagegaan waar deze informatie is vermeld. De resultaten zijn weergegeven in tabel 4.

Uit deze analyse blijkt dat globaal ruim een derde van alle onderzochte ondernemingen (39%) in hun jaarrekening niets vermelden over de aanwezigheid van convenanten. Daarvan is het leeuwendeel afkomstig uit de Dutch GAAP-groep van ondernemingen: vrijwel alle Dutch GAAP-ondernemingen (23; 92%) vermelden niets over convenanten. Zowel bij de AEX- als de AMX-ondernemingen zijn er telkens vier van de 25 ondernemingen (16%) die in hun jaarrekening niets vermelden over convenanten, bij de AScX-fondsen betreft dit acht ondernemingen (33%). Wellicht heeft dit verschil tussen jaarrekeningen van Dutch GAAP-ondernemingen en van beursgenoteerde ondernemingen te maken met de verschillen in de regelgeving over dit onderwerp (zie hiervoor).

Het onderzoek van de NBA (2013) over 2011 geeft aan dat alle AEX- en AMX-ondernemingen en 80% van de AScX-ondernemingen in hun jaarverslag informatie geven over schuldconvenanten. Bij 18% van alle AEX-, AMX- en AScX-ondernemingen zijn er geen schuldconvenanten van toepassing en bij 7% van hen wordt geen nadere informatie verstrekt (NBA, 2013, paragraaf 5.5.3). Bij deze uitkomst (die niet helemaal overeenkomt met die van ons onderzoek) is van belang erop te wijzen dat in dit onderzoek ook de informatie in het jaarverslag over 2011 is betrokken.

Overigens kan het niet vermelden van afgesproken convenanten ook een gevolg zijn van het feit dat daarover door de ondernemingen met hun financiers geen afspraken zijn gemaakt. Twee ondernemingen uit de AEX (8%) hebben dit expliciet vermeld. Een verhelderend voorbeeld hiervan is te vinden in de jaarrekening 2012 van Post.nl (zie figuur 1).

Aldus resteren voor ons onderzoek in totaal 58 ondernemingen (59%) die in hun jaarrekening over 2012 informatie hebben verstrekt over convenanten. Hiervan zijn 19 ondernemingen afkomstig uit de AEX (76%), 21 uit de AMX (84%), 16 uit de AScX (67%) en twee Dutch GAAP-ondernemingen (8%). Deze populatie van in totaal 58 jaarrekeningen is hierna gebruikt voor verdere analyses.

Onder IFRS is het toegestaan de afgesproken convenanten in het primaire overzicht zelf te vermelden (IFRS 7.8/20 en 7.B6). Een primair overzicht is de balans, de winst-en-verliesrekening, het overzicht van het totaalresultaat, het kasstroomoverzicht en het overzicht van de mutaties in het eigen vermogen. In geen van de onderzochte jaarrekeningen zijn we dit tegengekomen.

In verreweg de meeste gevallen waarin informatie over convenanten is opgenomen is deze te vinden in de toelichting op de jaarrekening (52 van de 58 jaarrekeningen; 90%). Bij zes ondernemingen (10%) werd in de jaarrekening een verwijzing naar het jaarverslag voor informatie over convenanten aangetroffen. Dit betrof drie AEX-, twee AMX- en één Dutch GAAP-onderneming.

5.2 Aard van de convenanten

In dit onderzoek zijn we ook nagegaan welke convenanten ondernemingen hebben vermeld in hun jaar-

Figuur 1 Best practice vermelding over afwezigheid convenanten. Post.nl, jaarrekening 2012, p. 121**Capital structure management**

PostNL's capital structure is managed along the following components: (1) an investment grade credit rating targeted at BBB+/Baa1; (2) an availability of €570 million of undrawn committed facilities; (3) structured funding through a combination of public and bank debt, with a risk-weighted mix of fixed and floating interest; (4) cash-pooling systems facilitating optimised cash requirements for the Group and (5) a tax-optimal internal and external funding focused at optimising the cost of capital for the Group, within long-term sustainable boundaries.

A downgrade in PostNL's credit rating may negatively affect its ability to obtain funds from financial institutions, retain investors and banks and increase its financing costs by increasing the interest rates of its outstanding debt or the interest rates at which the company is able to refinance existing debt or incur new debt. This could affect PostNL's returns for shareholders and benefits for other stakeholders.

The terms and conditions of PostNL's material long-term and short-term debts, as well as its material drawn or undrawn committed credit facilities do not include any financial covenants. There are also no opportunities to accelerate these material debts and committed facilities in the event of a credit rating downgrade. The debt and credit facility instruments vary on a case-by-case basis and mostly contain customary clauses as are generally observed in the market, such as negative pledge conditions, restrictions on the sale/the use of the proceeds of the sale of assets or businesses and in most cases change of control clauses.

rekening. Omdat in de praktijk een grote diversiteit aan convenanten wordt gehanteerd, zowel qua terminologie als bijbehorende definitie (voor zover toegelicht), hebben we getracht de convenanten in een aantal categorieën in te delen om zodoende een overzicht te kunnen geven. In tabel 5 zijn de vier meest vermelde (categorieën van) convenanten opgenomen. Naast deze convenanten worden dus ook nog diverse andere convenanten gebruikt (zoals current ratio-, mortgage- en credit facility-convenanten).

Verreweg de meest genoemde convenanten zijn de 'loan/EBITDA ratio' (79%) en de 'interest coverage ratio' (62%). Deze ratio's worden gewoonlijk gecategoriseerd als convenanten die aangeven in hoeverre de onderneming kan voldoen aan haar schuldverplichtingen. Daarbij valt op dat in de meeste gevallen een toelichting in de jaarrekening ontbreekt over hoe deze ratio's zijn gedefinieerd.

Binnen bedrijfstakken zien we dat de 'loan/EBITDA ratio' bij 95% van de productieondernemingen die convenanten in hun jaarrekening vermelden, wordt ge-

noemd, en dat de 'interest coverage ratio' bij 78% van de financiële instellingen die convenanten in hun jaarrekening vermelden, wordt genoemd.

In het onderzoek van de NBA (2013, paragraaf 5.5.2) over 2011 komt de solvabiliteitsratio in 69% van de jaarverslagen van de AEX-, AMX- en AScX-ondernemingen voor, de 'Net debt/EBITDA ratio' in 55% van de jaarverslagen, en de 'interest coverage ratio' in 43% van de jaarverslagen. In vergelijking met ons onderzoek (dat jaarrekeningen onderzocht) is opvallend dat in het jaarverslag (dat in het NBA-rapport is onderzocht) veel meer aandacht aan de solvabiliteit van de onderneming wordt besteed.

In het kader van Het jaar verslagen is eerder onderzoek gedaan naar de vermelding van deze en andere ratio's in de jaarstukken van ondernemingen. Daarin hebben Backhuijs en Mertens (2000), en Hooghiemstra en Van der Tas (2003 en 2004) niet alleen naar de jaarrekening maar ook naar andere onderdelen van de jaarstukken gekeken zoals het jaarverslag (of directieverslag), de

Tabel 5 Meest in jaarrekening vermelde categorieën van convenanten

	AEX		AMX		AScX		Dutch GAAP		Totaal	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Loan/EBITDA ratio	11	69	18	95	12	75	0	0	41	79
Interest coverage ratio	6	38	18	95	8	50	0	0	32	62
Solvabiliteitsratio	2	13	4	21	4	25	1	100	11	21
Minimum (tangible) equity	2	13	2	11	2	13	0	0	6	12
Totaal ondernemingen met in jaarrekening vermelde convenanten	16	100	19	100	16	100	1	100	52	100

overige gegevens, de afzonderlijk gepresenteerde kerncijfers en het meerjarenoverzicht. Die onderzoeken betroffen Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, die in die tijd hun jaarrekening opstelden op basis van de Nederlandse verslaggevingsregels.

Van de in tabel 5 vermelde vier convenanten vermelden Backhuijs en Mertens alleen de interest coverage ratio in drie van de 37 onderzochte jaarrekeningen over 1999 (8%) te hebben gezien. Overigens kwamen zij deze ratio 35 keer op meerdere andere plaatsen in de jaarstukken tegen.

Die vier convenanten troffen Hooghiemstra en Van der Tas in hun onderzoeken van de jaarrekeningen 2002 en 2003 als volgt aan (tabel 6).

In vergelijking met deze eerdere onderzoeken kan worden geconcludeerd dat de bedoelde convenanten op dit moment veel vaker in de jaarrekeningen worden vermeld dan enkele jaren geleden gebeurde.

5.3 Doelstelling en realisatie van convenanten

Zoals hiervoor aangegeven kan het niet-realiseren van een afgesproken convenant tot gevolg hebben dat een lening door de geldgever onmiddellijk wordt opgeëist. Het is daarom interessant om te bekijken of ondernemingen in hun jaarrekening de te behalen (doelstelling van de) convenanten vermelden. Een specifieke eis ten aanzien van dit aspect is er niet onder IFRS en evenmin gelden er specifieke bepalingen onder Dutch GAAP. Wel zet de onderneming onder IFRS uiteen de wijze waarop zij omgaat met haar liquiditeitsrisico's, zoals het moment waarop geleend geld moet worden terugbetaald en het risico dat de terugbetaling eerder moet gebeuren (IFRS 7.39).

Over de te behalen doelstellingen van de convenanten wordt door ondernemingen uiteenlopend gerapporteerd. De resultaten zijn weergegeven in tabel 7. Uit de tabel valt af te leiden dat in 83% van de jaarrekeningen – waar sprake is van vermelding van convenanten – tevens informatie is opgenomen over doelstellingen. De ondernemingen in de AMX scoren hierbij het hoogst, gevolgd door de AEX en AScX.

Per bedrijfstak vermelden productieondernemingen relatief vaak de afgesproken doelstellingen.

Tabel 6 Ratio's in de jaarrekeningen over 2002 en 2003

	2002		2003		2012*	
	n	%	n	%	n	%
Loan/EBITDA ratio	1	2	2	5	41	55
Interest coverage ratio	1	2	2	5	32	43
Solvabiliteitsratio	3	7	2	5	10	14
Minimum (tangible) equity	-	0	-	0	6	8
Totaal	41	100	37	100	74	100

* Dit betreft alleen de gegevens uit de jaarrekeningen van de AEX-, AMX en AScX-ondernemingen (zie tabel 5).

In de toelichting van de jaarrekening van Fugro treffen we zeer duidelijke informatie aan over de geldende convenanten, de wijze waarop deze worden berekend en de gerealiseerde resultaten (figuur 2).

Het komt voor dat bepaalde convenanten in de loop van de tijd worden aangepast. Zo kunnen ondernemingen gedurende het verslagjaar, ten einde de doelstellingen zoals opgenomen in de convenanten te realiseren, met hun geldgevers heronderhandelen en tot nieuwe afspraken komen. Vermelding daarvan is belangrijk vanuit een gebruikersperspectief, niet alleen omdat daarmee de vermogenspositie (liquiditeit of solvabiliteit) van de onderneming kan worden beïnvloed, maar ook omdat het inzicht geeft in de financieringskracht van de onderneming (zie ook IFRS 7.19). Ook dit aspect hebben we nader onderzocht en daarbij het volgende aangetroffen (zie tabel 8).

In zeven jaarrekeningen is informatie opgenomen over aangepaste doelstellingen gedurende het verslagjaar. In zes jaarrekeningen zijn de aanpassingen kwantitatief toegelicht, bij één jaarrekening is dit kwalitatief toegelicht. Bij de meeste ondernemingen (88%) werd geen informatie aangetroffen over wijzigingen in de doelstellingen. We zijn niet nagegaan of er aanwijzingen zijn dat in deze gevallen toch een wijziging van de doelstellingen zou zijn afgesproken. Daarover doen we dus geen uitspraak.

In het onderzoek van de NBA (2013), dat niet alleen de jaarrekening over 2011 maar ook de andere jaarstukken over 2011 betrof, komt naar voren dat 4% van de AEX-

Tabel 7 Doelstellingen convenanten al dan niet vermeld

Vermelding doelstellingen	AEX		AMX		AScX		Dutch GAAP		Totaal	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Wel	15	79	20	95	12	75	1	50	48	83
Niet	4	21	1	5	4	25	1	50	10	17
Totaal	19	100	21	100	16	100	2	100	58	100

Figuur 2 Best practice vermelding van geldende convenanten, berekening en realisatie ervan. Fugro, jaarrekening 2012, p. 162-163

5.48.3 Covenant requirements

Both the committed multicurrency revolving facilities as well as the Private Placement loans contain covenant requirements which can be summarised as follows:

- Equity > EUR 200 million (only applicable to Private Placement loans 2002)
- Consolidated EBITDA plus Operating Lease Expense/ Consolidated Interest Expense plus Operating Lease Expense > 2.5
- Consolidated Net Financial Indebtedness/Consolidated EBITDA < 3.0
- Solvency: Consolidated Net Worth/Balance sheet total > 1.0: 3.0
- Consolidated Financial Indebtedness of the Subsidiaries < 15%, for the Private Placement loans and < 20% for the bank loans, of the consolidated balance sheet total
- Fugro declared dividend < 60% of the profits of the Group for such financial year (only applicable to Private Placement loans 2011). As can be concluded from the table below, at the twelve month rolling forward measurement dates in 2012 and 2011, Fugro complied with the above conditions.
- The sale of the Geoscience activities does not trigger repayment and/or default conditions included in the agreements.

(EUR x 1,000)*	2012	2011
EBITDA	648,753	580,988
Operating lease expense	177,076	141,781
Net interest expense	44,911	32,963
Margin > 2.5	3.7	4.1
Net financial indebtedness (loans and borrowings less net cash)	1,338,586	1,292,375
Bank guarantees	69,966	37,278
Total	1,408,552	1,329,653
EBITDA coverage < 3.0	2.17	2.29
Net worth	1,956,729	1,655,785
Balance sheet total	4,169,716	3,861,595
Solvency > 33.33%	46.9%	42.9%
Margin Indebtedness subsidiaries < 15%	4.3%	2.4%
Dividend < 60% of the profit	56.0%	41.3%

Amounts including discontinued operations.

Tabel 8 Aanpassing doelstelling in 2012

	AEX		AMX		AScX		Dutch GAAP		Totaal	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Niets vermeld	18	95	18	86	13	81	2	100	51	88
Doelstelling aangepast, kwalitatief toegelicht	0	0	1	4	0	0	0	0	1	2
Doelstelling aangepast, kwantitatief toegelicht	1	5	2	10	3	19	0	0	6	10
Totaal	19	100	21	100	16	100	2	100	58	100

ondernemingen, 16% van de AMX-ondernemingen en 24% van de AScX-ondernemingen de financieringsconvenanten in de loop van het jaar hebben aangepast (NBA, 2013, paragraaf 5.3.8). Dit beeld wijkt dus niet noemenswaardig af van het beeld uit ons onderzoek.

Vervolgens is de vraag relevant of die doelstellingen ook werden gerealiseerd. We zijn nagegaan of en hoe dit in de jaarrekening is vermeld. Daarbij maken we een onderscheid tussen een kwalitatieve en een kwantitatieve toelichting. Dit levert het navolgende beeld op (tabel 9).

In totaal vermelden 29 ondernemingen (50%) dat zij de afgesproken doelstelling hebben gerealiseerd en verstrekken daarbij een kwantitatieve toelichting. De AMX-ondernemingen zijn het meest transparant in dit opzicht, 14 ondernemingen (67%) geven kwantitatieve informatie, de AEX- en AScX-ondernemingen scoren lager (37% respectievelijk 44%).

Bij 23 ondernemingen (40%) wordt alleen kwalitatieve informatie verstrekt bij het al dan niet behalen van de afgesproken doelstellingen. Deze informatie treffen we negen keer (47%) aan bij AEX-, vijf keer (24%) bij AMX-, acht keer (50%) bij AScX-ondernemingen en bij een Dutch GAAP-onderneming.

In de toelichting op de jaarrekening van BAM Holding treffen we over de doelstellingen en realisatie de volgende duidelijke informatie aan (figuur 3).

Indien de doelstellingen niet zijn gerealiseerd en de lening om die reden onmiddellijk opeisbaar wordt,

wordt de lening niet meer als een langlopende schuld maar als een kortlopende schuld in de balans verwerkt, ook als nog voordat de jaarrekening definitief is opgemaakt de leninggever kenbaar heeft gemaakt de lening toch niet binnen een jaar op te eisen (IAS 1.74). Dit is ook zo onder Dutch GAAP, maar het is onder Dutch GAAP toegestaan indien pas na balansdatum doch voor het moment van opmaken van de jaarrekening door de onderneming overeenstemming wordt bereikt met de schuldeiser over een herstelperiode waardoor de lening niet binnen 12 maanden na balansdatum opeisbaar is, de schuld als langlopend te classificeren. De toepassing van deze optie wordt dan toegelicht (RJ 254.307).

Indien de doelstellingen niet zijn gerealiseerd gedurende of per het einde van de verslagperiode, vermeldt de onderneming in haar jaarrekening (IFRS 7.18):

- hoofdsom, rente, afgezonderde bedragen en terugbetalingsvoorwaarden van de leningen waarvan de convenanten gedurende de verslagperiode zijn doorbroken;
- hoofdsom van de leningen waarvan per het einde van de verslagperiode de convenanten zijn doorbroken; en
- of het doorbreken van de convenanten was hersteld, dan wel de voorwaarden van de leningen waren heronderhandeld, voordat de jaarrekening werd opgemaakt.

Worden pas na balansdatum de voorwaarden van de lening hersteld zodat de lening weer als langlopende schuld kan worden geclassificeerd, dan wordt hierover onder IFRS als een gebeurtenis na balansdatum zonder impact op de situatie per balansdatum vermeld (IAS 1.76 en IAS 10.21):

Tabel 9 Realisatie doelstellingen

	AEX		AMX		AScX		Dutch GAAP		Totaal	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Niet vermeld	3	16	2	10	1	6	0	0	6	10
Wel vermeld, kwalitatief toegelicht	9	47	5	24	8	50	1	50	23	40
Wel vermeld, kwantitatief toegelicht	7	37	14	67	7	44	1	50	29	50
Totaal	19	100	21	100	16	100	2	100	58	100

Figuur 3 Best practice informatieverstrekking inzake doelstellingen en realisatie convenanten. BAM Holding, jaarrekening 2012, p. 171

19.11 Covenants

With regard to the various finance arrangements, the Group is bound by qualitative and quantitative conditions, including financial ratios, which are in line with what is customary in the industry.

Conditions for project-related financing ((non-)recourse PPP loans, non-recourse and other project financing) relate specifically to the respective projects. A major ratio in property project financing arrangements relates to the loan to value, which expresses the ratio between the financing arrangement and the value of the project. A major ratio in PPP loans and other project financing arrangements relates to the debt service cover ratio, which expresses the ratio between the interest and repayment obligations, on the one hand, and the project cash flow, on the other. No early payments were made in 2012 as a result of not adhering to the financing conditions of project-related financing.

Conditions for the Group's balance sheet financing arrangements (the subordinated loan and the committed financing facility) are based on the Group as a whole, excluding non-recourse elements. The major ratios for these financing arrangements (all recourse) are: leverage ratio, interest coverage, solvency, current ratio and guarantor covers. The Group complied with all ratios in 2012.

The agreed upon covenants for new credit facilities, apart from the assets guarantor cover, are similar to the covenants at year-end 2011, including the seasonal pattern for the leverage ratio. As the committed revolving credit facility was extended on 30 January 2012, the assets guarantor cover was increased from 50 per cent to 70 per cent. The detailed rules and realisation of the recourse ratios described above, can be explained as follows:

		Norm	2012	Norm	2011
Recourse leverage ratio	Net debt/EBITDA	≤ 2.50	(0.92)	≤ 2.50	(0.24)
Interest coverage ratio	EBITDA/interest paid	≥ 4.00	7.29	≥ 4.00	4.75
Recourse solvabiliteit	Capital base/balance total	≥ 15%	23.5%	≥ 15%	25.4%
Current ratio	Current assets/current liabilities	≥ 1.00	1.10	≥ 1.00	1.39
EBITDA guarantor cover	EBITDA guarantors share	≥ 60%	70%	≥ 60%	69%
Activa guarantor cover	Assets guarantors share	≥ 70%	88%	≥ 50%	86%

A permitted increased recourse leverage ratio of a maximum of 2.75 applied to the second and third quarter.

- de herfinanciering op lange termijn;
- herstel van het doorbreken van het convenant; en
- het door de leninggever toestaan van een periode van meer dan 12 maanden voor het herstel van het doorbroken convenant.

In drie van de 99 onderzochte jaarrekeningen (3%) is informatie aangetroffen over het niet realiseren van de afgesproken doelstellingen. Het betreft één AMX-fonds en twee ASxX-fondsen. In het onderzoek van de NBA (2013) was er bij 5% van de ondernemingen sprake van het niet langer voldoen aan financieringsconvenanten. Dat betrof alleen ASxX-fondsen (NBA, 2013, paragraaf 5.3.5).

We bespreken hieronder kort de situatie in de jaarrekening 2012 van alle drie ondernemingen, omdat zij ieder duidelijk aangeven wat de gevolgen zijn van het niet-realiseren van de afgesproken convenanten en wat in vervolg daarop is gebeurd.

Bij één (ASxX)-fonds wordt melding gemaakt van het feit dat niet voldaan is aan de doelstelling. Als gevolg daarvan kunnen houders van obligaties zich beroepen op een optie; zie figuur 4.

Bij het tweede (ASxX)-fonds is sprake van een situatie waarin de doelstellingen niet zijn gerealiseerd en de le-

ning onmiddellijk opeisbaar wordt. Dientengevolge is de schuld als een kortlopende schuld in de balans verwerkt; zie figuur 5.

De derde jaarrekening betreft een AMX-fonds waar sprake was van het niet behalen van een tweetal convenanten. Ook hier is dientengevolge een deel van de langlopende schulden geherclassificeerd als kortlopend. In deze jaarrekening is ook een voorbeeld te vinden over herstel na balansdatum; zie figuur 6a.

Aanvullende informatie over het niet halen van de doelstellingen vinden we ook elders in deze jaarrekening (figuur 6b).

6 Samenvatting en conclusies

In dit artikel hebben we aan de hand van jaarrekeningen over 2012 onderzocht in hoeverre Nederlandse ondernemingen erin slagen nieuwe financieringen aan te trekken, de vorm van financiering die dan wordt aangetrokken, in hoeverre er met de verschaffers van vermogen afspraken over te behalen convenanten worden gemaakt, en wat er over deze convenanten in de jaarrekening wordt vermeld.

Als Nederlandse ondernemingen hebben we gekozen voor de 25 ondernemingen in de AEX, de 25 in de AMX, 24 in de ASxX (één onderneming had op het mo-

Figuur 4 Best practice toelichting over niet-realiseren convenanten. Dockwise, jaarrekening 2012, p. 115-116

Senior Facility Agreement

The total amount outstanding under the Senior Credit Facilities as of 31 December 2012 was USD 465 million (USD 518 million end of 2011). In addition, the Senior Credit Facilities provide for a USD 170 million revolving credit facility available for bank guarantees and revolving credit borrowings. Per end of 2012, USD 42 million was drawn under the revolving credit facility and USD 13.2 million of it was blocked in respect of performance guarantees on projects. The secured bank loans bear a variable interest, based on LIBOR plus an applicable margin of 1.25% to 4.5%. The average cash interest rate¹ for 2012 was some 6.7% (2011: 7.3%). The loans mature between 2013 and 2016.

1) Average cash interest rate is defined as interest expenses (Libor, margin and net expenses under IRS contracts excluding one-off and non-cash items) in the period divided by the average amount of loans outstanding in the period.

Terms

The key financial covenants in the Senior Facilities Loan Agreement ("SFA") can be summarized as follows:

Dockwise must comply with three principal covenants under the Senior Credit Facilities:

Leverage ratio: a ratio of consolidated net debt to consolidated normalized EBITDA¹ (each as defined in the Senior Credit Facilities);

Interest cover ratio: a ratio of consolidated normalized EBITDA¹ to consolidated net finance charges each as defined in the Senior Credit Facilities);

Cash flow cover ratio: a ratio of consolidated cash flow to consolidated net debt service (each as defined in the Senior Credit Facilities).

1) The EBITDA has to be normalized for specific items as defined in the loan agreement. For this reason the EBITDA for the calculation of the covenants cannot be derived from the figures in this annual report.

A summary of these requirements is presented below:

Ratio	FY 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013
Leverage ratio	≤ 4.25	≤ 3.75	≤ 3.50	≤ 3.25	≤ 3.00
Interest cover ratio	≥ 2.25	≥ 2.25	≥ 2.25	≥ 2.25	≥ 2.25
Cash flow cover ratio	≥ 1.00	≥ 1.00	≥ 1.00	≥ 1.00	≥ 1.00

As of 31 December 2012 Dockwise's leverage ratio was 3.19 to 1 (31 December 2011: 3.50 to 1); Dockwise's interest cover ratio was 3.98 to 1 (31 December 2011: 3.17 to 1); and Dockwise's cash flow cover ratio was 1.00 to 1 (31 December 2011: 1.00 to 1).

When the Change of Control clause (defined as over 50% of the maximum votes) in this financing agreement will be triggered the Company should repay the amount outstanding under this facility, pay USD 25 million cash collateral for guarantees and unwind the derivatives all immediately at the date of the event.

ING Syndicate Loan Facility

The ING syndicate loan facility has been agreed per 18 May 2012 and renegotiated on 24 October 2012, which resulted in a decrease of the collateral account from USD 15 million to USD 5 million, an extension of the repayment obligation as included in table 10 Mandatory repayment schedule and a decrease of the margin with some 1% compared to the original loan agreement.

The most important changes that were agreed with the syndicate are as follows:

One bullet repayment at 28 February 2014 (maturity date);

The minimum liquidity collateral will be 5 million;

Margins have been renegotiated (3% till 30 June 2013, 4% as from 1 July 2013 till 30 September 2013, 6% as from 1 October 2013).

The Change of Control clause in this financing agreement has been triggered on 27 November 2012, but the syndicate has decided at this point not to invoke a consultation period mentioned in the financing agreement, but instead to reserve their rights.

Figuur 5 Best practice herclassificatie schuld als gevolg van niet-realiseren convenant. Kardan, jaarrekening 2012, p. 206

25 Interest-bearing loans and borrowings				
	Weighted average annual interest rate	December 31, 2012	Weighted average annual interest rate	December 31, 2011
	%	€ in millions	%	€ in millions
Short-term credit from banks				
In EUR*	4.5	-	4.11	33
In USD	4.5	6	4.12	5
In other currencies **	-	-	4.82	49
Short-term credit from others		1		3
		7		90
Long-term interest-bearing loans related to current cost of buildings in progress		-		-
Current maturities of long-term liabilities:				
Loans (see Note 19) *		169		452
Debentures (see Note 23)		138		24
		314		566
Collaterals - see Note 27				
* In 2011, the balance include long term loans that were reclassified to short term due to breach of covenants - refer to Note 27.				
** The balance as of December 31, 2011 includes Sovcombank balance which was sold in 2012, for additional information see Note 5C.				

Figuur 6a Best practice vermelding herstel na balansdatum. Imtech, jaarrekening 2012, p. 148

Loan covenants and loan classification		
The syndicated loan facility contains (market-standard) covenants. The covenants included in the senior notes facilities are in alignment with the covenants as agreed upon in the syndicated bank facilities. The relevant covenant ratios as per 31 December 2012 are:		
	<u>Requirement</u>	<u>Actual</u>
Interest coverage ratio (EBIT / interest income and expense of interest-bearing debt)	> 4.0	(3.6)
Leverage ratio (average of net interest-bearing debt at half year end and year end / EBITDA)	< 3.0	(16.8)
As at 31 December 2012, the loan covenants as included in the syndicated bank loans and senior notes facilities were not met. On 15 June 2013, the Group reached agreement with its main financiers regarding a waiver and amendment agreement. For further details on the terms and conditions of this waiver and amendment, we refer to note 4 and 33.		
Due to not meeting the covenant requirements as at 31 December 2012, the Company does not have the unconditional right to defer settlement of the liability for at least twelve months after the reporting period with respect to the syndicated bank loans and senior notes. Accordingly, the carrying value of the syndicated bank loans of 488.3 million euro and the senior notes of 327.2 million euro have been reported as current liabilities.		

ment van ons onderzoek nog geen jaarrekening ter beschikking gesteld) en 25 ondernemingen die als groot classificeren, die op basis van Dutch GAAP hun jaar-

rekening opmaken, en die ten tijde van ons onderzoek reeds hun jaarrekening over 2012 hadden gepubliceerd. Van de 74 beursgenoteerde ondernemingen hebben we

Figuur 6b Best practice vermelding van gevolgen door niet-realiseren doelstellingen. Imtech, jaarrekening 2012, p. 106

4 Going concern assumption

After the identification of the irregularities in Germany and Poland, it was established that the Group was not going to meet its year-end 2012 financial covenants. Although formal covenant testing had not yet taken place, the Group and its main financiers (the 700 million euro syndicated bank facility, the senior notes, most of our bilateral facilities and most of our key guarantee providers) entered into discussions to address this matter. On 19 March 2013 the Group reached an agreement with the main financiers on the provisional continuation, until 1 August 2013, of their outstanding facilities as at that date.

Negotiations were also started to reach a more structural and longer term solution. On 15 June 2013, the Group reached agreement with its main financiers regarding a waiver and amendment agreement.

The key terms of the amended agreements are:

- A deferral of the testing date of financial covenants up to and including 31 December 2013;
- From Q1 2014 onwards, quarterly testing of the leverage ratio and interest coverage ratio with tighter testing levels for both covenants as demonstrated below;
- Payment of an upfront waiver fee of 50 basis points;
- A cash margin step up of approximately 200 basis points plus a non-cash margin step up of 100 basis points until the Group reaches a leverage ratio of less than 2.0x EBITDA for two successive actual testing dates and for two successive forecast testing dates;
- Payment of the non-cash margin step up at the earlier of the Group reaching a leverage ratio of less than 2.0x EBITDA for two successive actual testing dates and for two successive forecast testing dates or at the date of refinancing;
- A permanent cash margin step up of 175 basis points after the Group has reached a leverage ratio of less than 2.0x EBITDA for two successive actual testing dates and for two successive forecast testing dates;
- No change to the term of the agreements except that uncommitted bilateral facilities for a total amount of 229 million euro have become committed up to and including 31 December 2014.

	Testing period	Ratio
Leverage ratio	31 March 2014	6.00
	30 June 2014	3.50
	30 September 2014	3.25
	31 December 2014	3.25
	Testing period	Ratio
Interest coverage ratio	31 March 2014	1.25
	30 June 2014	2.50
	30 September 2014	3.00
	31 December 2014	3.00

For the payment of cash dividends the Group should reach a leverage ratio of less than 2.0x EBITDA for one actual testing date. Until the Group reaches a leverage ratio of less than 2.0x EBITDA for two successive actual testing dates and for two successive forecast testing dates, the Group is bound by tighter restrictions regarding inter alia:

- The incurrence of additional financial indebtedness;
- Acquisitions and disposals.

de geconsolideerde jaarrekeningen onderzocht die op basis van IFRS zijn opgesteld.

Uit de 99 onderzochte jaarrekeningen komt naar voren dat ruim 40% van de ondernemingen in 2012 geen nieuw vermogen heeft aangetrokken of tot herfinanciering is gekomen. Van de ondernemingen die in 2012

wél nieuw vermogen hebben aangetrokken, heeft een meerderheid nieuwe leningen aangetrokken. Ook het aantrekken van kredietfaciliteiten komt regelmatig voor. De effectieve rentevoet van de nieuwe financieringen hebben we slechts in een incidenteel geval in de jaarrekening aangetroffen, waarbij de aantekening hoort dat het niet verplicht is deze informatie te geven.

Het aantrekken van nieuw eigen vermogen kwamen we tegen in circa 30% van de jaarrekeningen.

In alle onderzochte jaarrekeningen zagen we dat ondernemingen worden gefinancierd met vreemd vermogen. Onder de huidige economische omstandigheden is bekend dat veel financiers te realiseren convenanten met ondernemingen afspreken. Bij een behoorlijk aantal ondernemingen wordt niets over dergelijke afspraken vermeld. Slechts een enkele onderneming geeft aan dat geen convenanten zijn afgesproken. Hier ligt ruimte voor een betere toelichting door de ondernemingen die niets hebben vermeld. Dat geldt ook voor de enkele onderneming die de informatie over de convenanten niet in haar eigen jaarrekening opneemt, maar daarvoor verwijst naar het jaarverslag (of directieverlag). Wat ons betreft, ligt het meer voor de hand deze informatie in de jaarrekening zelf op te nemen, met name indien de afgesproken convenanten nauwelijks zijn gerealiseerd.

Indien de aard van de afgesproken convenanten in de jaarrekening wordt vermeld, valt op dat in vergelijking met pakweg 10 jaar geleden toen vrijwillig convenanten werden gepubliceerd, de aard ervan is veranderd in die zin dat ze zinvol zijn vanuit het perspectief van de schuldeisers. Ook de definities van de gehanteerde convenanten worden vaker en beter weergegeven dan in het verleden het geval was. Toch is er ruimte voor betere informatievoorziening op dit punt. In een aanzienlijk aantal gevallen werd in de jaarrekeningen de afgesproken doelstellingen niet gekwantificeerd opgenomen. Nog vaker werd het realiseren van de doelstellingen helemaal niet vermeld of slechts kwalitatief toegelicht. Naar onze mening is het in de jaarrekening opnemen van zowel de

afgesproken convenanten als de gerealiseerde uitkomsten een belangrijk onderdeel van de jaarrekening om te laten zien hoe de solvabiliteit en de liquiditeit van de onderneming ervoor staan. Overigens is de regelgeving op dit aspect (zowel onder IFRS als onder Dutch GAAP) niet specifiek en veeleisend.

In een enkel geval bleek uit de jaarrekening dat de onderneming de afgesproken convenanten niet had gerealiseerd. Voor zover we dat uit de jaarrekening konden afleiden, hebben de desbetreffende ondernemingen de gevolgen ervan adequaat weergegeven.

Per saldo concluderen we dat veel ondernemingen verslag doen van hun financiering; de diversiteit is echter groot en de mate van detail verschilt sterk. Ook de variatie in convenanten en de verslaggeving hierover bemoeilijken onderlinge vergelijking van (risico's van) ondernemingen. Daarom concluderen we dat er nog aanzienlijke mogelijkheden zijn om de informatie te verbeteren, in het bijzonder ten aanzien van de kwantificering van informatie. ■

Mr. drs. J.B. Backhuijs RA is senior director bij het vaktechnisch bureau van de accountants van PwC (National Office) en lid van de Raad voor de Jaarverslaggeving.

Deze bijdrage is geschreven op persoonlijke titel.

Prof. dr. G.M.H. Mertens is decaan van de Faculteit Management, Science & Technology van de Open Universiteit Nederland en hoogleraar Financial Management.

De auteurs danken Mohamed el Kourai, Mark van Schaik, Jordy Swart en Bora Türktaş voor hun bijdrage aan het empirisch onderzoek.

Literatuur

- AFM (2012). *AFM toetst jaarverslagen 2012 op kredietrisico, kasstromen, voorzieningen en geïntegreerde verslaggeving*. Geraadpleegd op <http://www.afm.nl/nl/nieuws/2012/sep/toetsing-jaarverslagen.aspx>.
- Backhuijs, J.B., & Mertens, G.M.H. (2000). De presentatie winst en verliesrekening. In J. Dijkma, J.A.G.M. Koevoets en R.G.A. Vergoossen (Redactie), *Het jaar 1999 verslagen* (pp. 110-133). Amsterdam/Deventer: Kluwer/NIVRA.
- Backhuijs, J.B., & Kuijl, J.G. (2005). Classificatie als eigen vermogen of vreemd vermogen. In R.G. Bosman, C. Camfferman en R.G.A. Vergoossen (Redactie), *Het jaar 2004 verslagen* (pp. 57-76). Amsterdam/Deventer: Kluwer/NIVRA.
- Backhuijs, J.B., & Knoops, C.D. (2011). *Keuzes en alternatieven in de presentaties van de primaire overzichten onder IFRS*. In R.L. ter Hoeven, C.D. Knoops, H.P.A.J. Langendijk en H.W. Verhoek (Redactie), *Het jaar 2010 verslagen: Onderzoek jaarverslaggeving* (pp. 589-608). Amsterdam: Reed Business.
- Hooghiemstra, R.B.H., & Tas, L.G. van der (2003). Rapportering over financial performance. In J.B. Backhuijs, R.G. Bosman en C.D. Knoops (Redactie), *Het jaar 2002 verslagen* (pp. 73-100). Amsterdam/Deventer: Kluwer/NIVRA.
- Hooghiemstra, R.B.H., & Tas, L.G. van der (2004). Informatieverschaffing over prestatie-indicatoren. In J.B. Backhuijs, R.G. Bosman en C. Camfferman (Redactie), *Het jaar 2003 verslagen* (pp. 91-118). Amsterdam/Deventer: Kluwer/NIVRA.
- International Accounting Standards Board (2012). *International Financial Reporting Standards 2012*. Londen: IFRS Foundation.
- Mertens, G., Meliefste, S., & Blij, I. (2013). *Continuïteit van Nederlandse beursfondsen: Een continu punt van aandacht*. Geraadpleegd op <http://www.nba.nl/Documents/Nieuws/2013/NBA-onderzoeksrapport-continuïteit-NLBeursfondsen-feb13.pdf>.
- Raad voor de Jaarverslaggeving (2012). *Richtlijnen voor de jaarverslaggeving voor grote en middelgrote rechtspersonen*. Deventer: Kluwer.

Bijlage Ondernemingen waarvan de jaarrekening over 2012 is onderzocht

AEX:	
Onderneming	Bedrijfstak
Aegon	Financiële instelling
Ahold	Handelsonderneming
Air France KLM	Dienstverlening
AkzoNobel	Productie
Aperam	Productie
ArcelorMittal	Productie
ASML Holding	Productie
Boskalis Westminster	Productie
Corio	Financiële instelling
DE Master Blenders	Productie
Koninklijke DSM	Productie
Fugro	Dienstverlening
Heineken	Productie
ING Groep	Financiële instelling
Koninklijke KPN	(Tele)communicatie
Koninklijke Philips	Productie
PostNL	(Tele)communicatie
Randstad	Dienstverlening
Reed Elsevier	Dienstverlening
Royal Dutch Shell	Energie
SBM Offshore	Energie
TNT Express	(Tele)communicatie
Unibail-Rodamco	Financiële instelling
Unilever	Productie
Wolters Kluwer	Dienstverlening

AMX:	
Onderneming	Bedrijfstak
Aalberts Industries	Productie
AMG	Productie
Arcadis	Dienstverlening
ASM International	Productie
Koninklijke BAM Groep	Productie
BinckBank	Financiële instelling
Brunel International	Dienstverlening
CSM	Productie
Delta Lloyd	Financiële instelling
Eurocommercial	Financiële instelling
Heijmans	Productie
Mediq	Productie
Nieuwe Steen Investments	Financiële instelling
Nutreco	Productie
Koninklijke Imtech	Dienstverlening
SNS Reaal	Financiële instelling
Ten Cate	Productie
TomTom	Dienstverlening
Unit4	Dienstverlening
USG People	Dienstverlening
Vastned Retail	Financiële instelling
Vopak	Energie
Wereldhave	Financiële instelling
Koninklijke Wessanen	Productie
Ziggo	Dienstverlening

AScX:	
Onderneming	Bedrijfstak
Accell Group	Productie
Amsterdam Commodities	Financiële instelling
Arseus	Handelsonderneming
Ballast Nedam	Productie
BE Semiconductors	Productie
Beter Bed	Productie
Koninklijke Brill	Productie
Cryo Save Group	Dienstverlening
Doc Data	Dienstverlening
Dockwise	Dienstverlening
Exact Holding	Dienstverlening
Grontmij	Dienstverlening
ICT Automatisering	Dienstverlening
Kardan	Financiële instelling
Kas Bank	Financiële instelling
Kendrion	Productie
LBI International	Geen jaarrekening beschikbaar
Macintosh Retail	Handelsonderneming
Nedap	Productie
Ordina	Dienstverlening
Pharming Group	Productie
Roodmicrotec	Dienstverlening
Sligro Food Group	Handelsonderneming
TKH Group	Productie
Xeikon	Productie

Dutch GAAP:	
Onderneming	Bedrijfstak
Apeldoorn Flexible Packaging B.V.	Productie
AZ N.V.	Dienstverlening
Baker & McKenzie Amsterdam N.V.	Dienstverlening
Centraal Boekhuis B.V.	Dienstverlening
CMS Derks Star Busman N.V.	Dienstverlening
Compuware Europe B.V.	Handelsonderneming
Croon Elektrotechniek B.V.	Dienstverlening
Deloitte Group Support Center B.V.	Dienstverlening
Van Doorne N.V.	Dienstverlening
De Harense Smid B.V.	Handelsonderneming
Infor B.V.	Dienstverlening
Klaverblad Onderlinge Verzekeringsmaatschappij U.A.	Financiële instelling
KPMG Meijburg & Co B.V.	Dienstverlening
Neopost Technologies B.V.	Productie
Nippon Express (Nederland) B.V.	Dienstverlening
PricewaterhouseCoopers B.V.	Dienstverlening
PricewaterhouseCoopers Advisory N.V.	Dienstverlening
Ricoh Nederland B.V.	Handelsonderneming
Sime Darby Unimills B.V.	Productie
Sodexo Nederland B.V.	Dienstverlening
Spar Holding B.V.	Handelsonderneming
Thomas Cook Nederland B.V.	Dienstverlening
Triodos Bank N.V.	Financiële instelling
De Tuinen B.V.	Handelsonderneming
Walibi World B.V.	Dienstverlening