

huls betaalde. Door deze papieren waardestijgingen terug te laten komen in de resultatenrekening kon Value8 de winsten opvoeren. De beurskoersen van de Value8-deelnemingen noteren echter vaak veel hoger dan op basis van de vooruitzichten van de ingebrachte onderneming te verwachten is. Het verschil tussen beurskoers en waarde van deze beursfondsen is voor een groot deel te danken aan het gegeven dat het hier om weinig verhandelde aandelen gaat. Kleine transacties op de beurs kunnen de koersen van bescheiden beursfondsen als Source (nu HeadFirstSource), IEX en FNG fors in beweging zetten. Hetzelfde is het geval bij de lege beursnoteringen die Value8 nog aanhoudt, zoals die waarin eerst de ondernemingen Nedsense en Sucraf activiteiten ontplooiden.

Vanaf vorig jaar is de invloed van koersstijgingen van beleggingen op de winst van Value8 aanmerkelijk kleiner geworden. Door uitbreiding van het belang in een aantal bedrijven, mogen deze niet meer als beleggingsresultaat worden meegenomen.



## 2. CHRONISCHE BEHOEFTE AAN CASH

Boekhoudkundige waardestijgingen mogen voor hoge papieren winsten zorgen, dat betekent nog niet dat er daadwerkelijk geld wordt verdiend. Sterker nog, er stroomt al jaren nauwelijks cash bij Value8 binnen. In de laatste acht jaar bedroeg de netto operationele kasstroom bij elkaar slechts 9,5 miljoen euro.

Volgens het eigen kasstroomoverzicht is het daadwerkelijke cashbedrag dat binnenstroomde uit ontvangen dividenden van bedrijven waar Value8 een meerderheidsbelang in heeft nog een stuk lager (totaal 6,9 miljoen euro). In de laatste twee jaar heeft Value8 zelfs helemaal geen cash willen of kunnen halen uit de

## DIT JAAR IS HET GEEN BUITENSTAANDER DIE VRAAGEN HEEFT OVER DE GANG VAN ZAKEN BIJ VALUE8, MAAR IEMAND DIE DE ONDERNEMING VAN BINNENUIT KENT: DE ACCOUNTANT VAN VALUE8

zogeheten "groepsmaatschappijen".

De inkomende cashgelden zijn veel te laag om de investeringen te dekken. Tegenover de 9,5 miljoen euro aan operationele cash inkomsten werd voor 88,5 miljoen euro gestoken in de aankoop en ontwikkeling van bedrijven in portefeuille. Daardoor moet de onderneming steeds op zoek naar vers kapitaal en dat doet het bijvoorbeeld door nieuwe aandelen uit te geven. Aandelenuitgifte is echter een stuk moeilijker geworden nu het aandeel van Value8 onder druk staat. Om een bepaald bedrag aan kapitaal op te halen moeten meer stukken uitgegeven worden, waardoor het belang van bestaande aandelen 'verwatert'.

Een andere manier om het gat tussen cash-inkomsten en investeringen te dichten is wat Value8 noemt de "financiering van leningen". Hiertoe hoort in ieder geval ook bankkrediet en daarmee is volgens het laatste jaarverslag iets bijzonders aan de hand.



## 3. AANDELEN VERPAND

Uit het voorlopige jaarverslag over 2016 blijkt dat Value8 afgelopen jaar de kredietfaciliteit bij de bank heeft verdubbeld van 5 tot 10

miljoen euro, met een tijdelijk maximum van zelfs 12,5 miljoen euro. De gebruikte kredietruimte daalde afgelopen maanden van 12,1 miljoen euro eind 2016 tot 8 miljoen euro begin april.

De verhoging van de kredietruimte heeft Value8 bepaald niet gratis gekregen. Het jaarverslag vermeldt: "Een deel van de beursgenoteerde aandelen in de beleggingsportefeuille, naast een deel van beursgenoteerde aandelen van groepsmaatschappijen, is onder beheer bij de Rabobank (verstrekker kredietfaciliteit Value8). Deze aandelen zijn als zekerheid verstrekt op de kredietfaciliteit."

In een reactie laat Value8 verrassenderwijs weten dat er vorig jaar ook al sprake was van verpanding van de aandelen. Van de totale aandelenportefeuille met minderheidsdeelnemingen van 13,3 miljoen euro was eind 2016 maar liefst 9,4 miljoen euro verpand aan de Rabobank. In het jaarverslag van 2015 is nog niets te vinden over het verpanden van aandelen aan de bank.

Doorgaans vragen banken om (extra) onderpand als ze het risico op krediet hoog inschatten. Het onderpand biedt de bank meer zekerheid in geval Value8 in serieuze financiële problemen komt. In dat geval kan Rabobank de in onderpand verkregen

