

Bedrijfssecuritatie een uitdaging voor ondernemingen

Dennis Vink

Vink, Dennis. "Bedrijfssecuritatie een uitdaging voor ondernemingen." Tijdschrift voor Corporate Finance 3 (2002): 30-36.

Keywords:

activa securitatie, asset securitization, asset securitisation, whole business, bedrijfsfinanciering.

www.dennisvink.nl

BEDRIJFSSECURITISATIE EEN UITDAGING VOOR ONDERNEMINGEN

DRS. D. VINK

In 2002 heeft zich een noemenswaardige transitie voorgedaan: de refinanciering van de acquisitie van Rank Hovis McDougall door Doughty Hanson. Rank Hovis McDougall is bekend als het voedingsbedrijf dat onder meer producten als Mr Kipling koeken en Mother's Pride Bread produceert en verkoopt in het Verenigd Koninkrijk. Volgens financiële experts is deze refinanciering één van de meest opmerkelijke en innovatieve financieringsconstructies ooit gerealiseerd in Europa. In dit artikel wordt beoogd de lezer kennis te laten maken met de basiseigenschappen van deze refinanciering.¹

In augustus 2000 heeft het leveraged buy-out fonds dat geadviseerd werd door Doughty Hanson, het bedrijf Rank Hovis McDougall overgenomen van Tomkins voor een bedrag van £1,15 miljard. In de afgelopen vijf jaar heeft Doughty Hanson zich een reputatie verworven als een persoon die op een uitzonderlijke manier zijn activiteiten financiert. Zo was het Doughty Hanson die in 1997 de eerste Europese junk bond heeft uitgegeven voor financiering van de aankoop van het Zwitserse sanitairst bedrijf Geberit.

Snel na de aankoop van Rank Hovis McDougall was de verwachting dat de overbruggingsfinanciering zou

worden afgelost door onder meer de uitgifte van high yield obligaties. Een groot gedeelte van de financiering bleek echter op een zeer opmerkelijke en unieke wijze gestructureerd te zijn. Namelijk via de uitgifte van £650 miljoen aan bedrijfsobligaties, gebruik makend van een securitisatietechniek genaamd whole-of-business securitisation, in dit artikel bedrijfssecuritisation genoemd.

Bij deze vorm van financiering is een securitisation-structuur gebruikt die het mogelijk maakt om bedrijfsactiviteiten voor een aanzienlijk deel te financieren middels de uitgifte van obligaties met zeer lange looptijden en een gunstige kredietbeoordeling met navenante financieringslasten. In tabel 1 wordt de uiteindelijke financieringsstructuur omschreven van de bedrijfsactiviteiten van Rank Hovis McDougall die met bedrijfssecuritisation gefinancierd zijn.

BEDRIJFSSECURITISATIE

Definitie²

Bedrijfssecuritisation kan als volgt worden omschreven: Bedrijfssecuritisation is een vorm van 'asset-backed financing' waarbij specifieke operationele activa via een

Tabel 1: De financieringsstructuur van Rank Hovis McDougall, middels bedrijfssecuritisation.

Bedrijfssecuritisation Rank Hovis McDougall's						
Klasse	Type	Omvang (miljoen)	Looptijd	Uitroefingsprijs	Kredietbeoordeling	Coupon
A1	FRN*	£50	2004	100.00	Baa2	6-maands Libor + 155bp
A2	FRN	£200	2013	100.00	Baa2	6-maands Libor + 300bp
A3	Fixed	£240	2019	99.45	Baa3	8.80%
B1	Fixed	£135	2022	100.00	Baa3	11.5%
B2	FRN	£25	2022	100.00	Baa3	6-maands Libor + 575bp

Bron: Corporate Finance, november 2001

* FRN is een afkorting voor forward rate notes

special purpose vehicle³ (hierna: SPV) op de obligatiemarkt wordt gefinancierd, en de originator de volledige zeggenschap behoudt over de gesecuritiseerde activa. Bij faillissement van de originator wordt deze zeggenschap overgedragen aan de SPV voor de resterende termijn van de financiering.

Rank Hovis McDougall

Rank Hovis McDougall heeft onder meer de activa van de volgende ondernemingen middels de SPV op de obligatiemarkt gefinancierd: Rank Hovis, Manor Bakeries, British Bakeries, European Frozen Bakery, en Centura Foods. Ze zijn alle gegroepeerd in vijf divisies die elk als een autonome entiteit werkzaam zijn. De voornaamste activiteiten zijn: het produceren, vermarkten, verkopen en distribueren van diverse kruidentiers- en gerelateerde voedingsproducten. In tabel 2 wordt een beknopt overzicht gegeven van de bedrijfsomschrijving van elk van de ondernemingen.

Zeggenschap

Bij een bedrijfssecuritisation is het behoud van zeggenschap vereist omdat de originator de waarde van

de activa dient te maximaliseren middels actief management en investeringsbeleid. Bedrijfssecuritisation onderscheidt zich daarmee van traditionele vormen van securitisation, bijvoorbeeld van een portefeuille van hypotheeken of creditcardvorderingen waarbij de activa van de originator wordt afgezonderd ('true sale'). Zo worden met een standaard securitisation-structuur met name activa gefinancierd die kasstromen genereren die vooraf contractueel zijn vastgelegd. Bij een bedrijfssecuritisation daarentegen dienen de kasstromen nog door het bedrijf zelf in de toekomst te worden gerealiseerd. Het zal niet verbazen dat deze kasstromen minder nauwkeurig zijn in te schatten. In geval van faillissement van de originator zal zowel bij een standaard securitisation als bij een bedrijfssecuritisation de SPV de zeggenschap verwerven. In deze situatie hebben de obligatiehouders voorrang op de overige crediteuren van de originator, zodat de SPV de activa naar eigen goeddunken kan beheren.

De basiseigenschappen van de SPV

De originator geeft de activa en de daaruit voortvloeiende toekomstige kasstromen in onderpand aan een speciaal daartoe opgerichte juridische eenheid, de SPV.

Tabel 2: Beknopte bedrijfsomschrijving van de activiteiten die met bedrijfssecuritisation gefinancierd zijn

Bedrijfsactiviteit	Rank Hovis	Manor Bakeries	British Bakeries	European Frozen Bakery	Centura Foods
Producten (merken)	Groothandel en retail: meel- en graanproducten Granary, Hovis	Verpakte koeken Mr. Kipling, Cadbury Cakes, Lyon Cakes	Broodproducten Hovis, Granary, Nimble, Mother's Pride	Brood- en patisserieproducten Le Pain Rustique	Merk kruidentiersproducten Bisto, Sharwoods, Saxa, Paxo, Robertsons
Omzet* (April 2000)	£285,047,000	£260,697,000	£411,705,000	£122,958,000	£201,513,000
EBITDA (April 2000)	£32,267,000	£35,700,000	£38,400,000	£17,400,000	£41,100,000

Bron: Foodbrands+ Limited

* Genormaliseerd

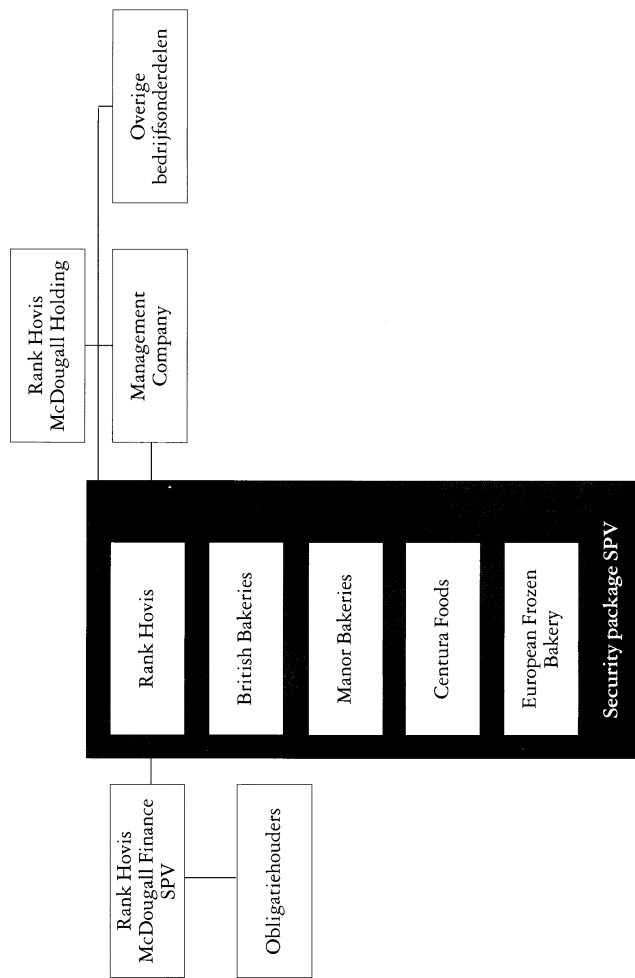
De toekomstige kasstromen worden door de SPV liquide gemaakt op de obligatiemarkt door middel van uitgifte van verhandelbaar vreemd vermogen aan een groep beleggers. In figuur 1 is een vereenvoudigde juridische structuur weergegeven van de activa die Rank Hovis McDougall in onderpand heeft gegeven aan de SPV voor de uitgifte van obligaties. Bij de uitgifte zijn de wensen van twee groepen van beleggers zorgvuldig in kaart gebracht om tot een optimale samenstelling tussen obligaties met vaste rente (pensioenfondsen) en met variabele rente (banken), te komen. Dat dit een lastig proces is, wordt wel bewezen doordat de investeerders een hogere interestvergoeding eisten dan oorspronkelijk ingecalculerd was door Rank Hovis McDougall en de kredietbeoordelende instantie.

Term loan agreement

Het geld dat de SPV ontvangt wordt vervolgens ter beschikking gesteld aan de originator door middel van een zogenoemde 'term loan agreement'. Deze overeenkomst staat centraal bij bedrijfssecuritisatie en is opgesteld om te waarborgen dat de originator tijdig aan de verplichtingen van de verschillende obligatie tranches voldoet. Middels deze overeenkomst zal de SPV toezicht uitoefenen op het management van de gesecuritiseerde activa door middel van strikte financiële rapportagevoorschriften en covenanten-regelingen.

Bij de bedrijfssecuritisatie van Rank Hovis McDougall zijn criteria gehanteerd waarbij de DSCR en de FCDSCR aan bepaalde minimum voorwaarden moeten voldoen.⁷ Eveneens dient het management bij

Figuur 1: Een vereenvoudigde weergave van de bedrijfssecuritisatie structuur van Rank Hovis McDougall



investeren in projecten van meer dan £40 miljoen de kredietbeoordelende instantie Moody's om toestemming vragen. Voorts is het management verplicht minimaal £35 miljoen pond per jaar te besteden aan het onderhoud van de activa van de gesecuritiseerde portfolio.

Covenanten

Er is een belangrijk verschil tussen de covenantenregeling bij uitgifte van schuldpapieren door de onderneming zelf en bij bedrijfssecuritisatie. Normaliter wordt per schuldcontract een covenantenregeling opgesteld en dit kan resulteren in verschillende contracten met meerdere partijen. Indien verondersteld wordt dat deze partijen uiteenlopende financiële belangen hebben, dan kan een situatie van faillissement leiden tot inefficiënte liquidatie (Gertner en Scharfstein, 1991). Bij bedrijfssecuritisatie daarentegen zal inefficiënte liquidatie geminimaliseerd worden vanwege het feit dat de SPV als één partij optreedt namens de verschillende obligatiehouders.

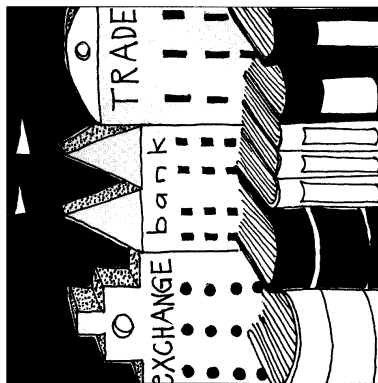
Het bijzondere van de bedrijfssecuritisatiestructuur is dat in

geval van faillissement van de originator de SPV de volledige zeggenschap krijgt over de gesecuritiseerde activa middels het aanstellen van een bewindvoerder voor de resterende termijn van de financiering. De bewindvoerder heeft dan namens de SPV de bevoegdheid om zich de gesecuritiseerde activa toe te eigenen, ten nadele van elke andere crediteur. Ondanks het faillissement kan de bewindvoerder, veelal met de hulp van een vooraf benoemde industrie-expert, de bedrijfsactiviteiten blijven leiden en haar verplichtingen uit hoofde van de obligaties voldoen. Zodoende hoeft de obligatiehouder zich weinig zorgen te maken over de risico's die voortvloeien uit andere activiteiten van de originator. Dit wordt 'bankruptcy remoteness' genoemd. In het Verenigd Koninkrijk maakt bedrijfssecuritisatie hiermee intelligent gebruik van de privileges die de

Britse faillissementswetgeving toekent aan een crediteuren met uitgebreide zekerheden.⁶ De Engelse benaming van deze faillissementsstructuur is de zogenoemde 'secured loan structure'.

Agencykosten

De agencykosten van schuldfinanciering middels bedrijfssecuritisatie worden aldus aanzienlijk beperkt. De financiers kunnen er immers van op aan dat de activa optimaal beheerd worden, ook in geval van faillissement. Hun belangen worden niet geschaad door tijdrovende faillissementsprocedures en daaruit resulterende betalingsachterstanden. De secured loan structure voorkomt dat immers. Een betere kredietbeoordeling zal het gevolg zijn zoals in tabel 3 wordt geschetst door Steve Din. Volgens Moody's Investors Service (2002) wordt de kredietbeoordeling van een bedrijfssecuritisatie gebaseerd op de kans op verwachte verliezen en de uiteindelijke omvang van het verwachte verlies. De omvang van het uiteindelijke verlies kan middels securitisatie worden ingeperkt doordat bij faillissement van de originator de SPV de activa kan toe-eigenen ten nadele van elke andere crediteur. De SPV wordt niet gedwongen om inefficiënt te liquideren.



Dit neemt niet weg dat het morele risico juist bij een bedrijfssecuritisatie zeer actueel is, vanwege de relatief lange looptijd van de financiering en de hoge schuldquote. De noodzaak om straffe covenanten op te leggen wordt daarmee verhoogd. Hierbij speelt de 'term loan agreement' een zeer belangrijke rol om de investeerders ervan te overtuigen dat de waarde van het onderpand gewaarborgd blijft en dat het nemen van onnodige risico's door het management wordt beperkt. Met relatief veel vreemd vermogen in de kapitaalstructuur en met strikte covenanten kan de SPV relatief eenvoudige actie ondernemen (zie ook

Aghion-Bolton, 1992): wanneer de onderneming in faillissement verkeerd dan zal de volledige controle overgaan op de vreemdvermogensverschaffers. De uiteindelijke kans op verwachte verliezen voor een investeerder als gevolg van mismanagement wordt hiermee beperkt ten gunste van de kredietbeoordeling en looptijd van het schuld papier (Moody's Investors Service, 2002). Intuïtief kan men stellen dat kapitaalverschaffers bereid zijn om te investeren voor een relatief langere termijn indien de kasstromen nauwkeurig zijn in te schatten (zie ook Hart en Moore, 1989): de kasstromen worden als zeker beschouwd indien het management de kansen wordt ontomen

opportunistisch gedrag te verronen ten koste van de kapitaalverschaffer.

TOT SLOT

Bedrijfssecuritisatie betreft in alle gevallen bedrijfsactiviteiten waarvan de kasstromen vrij nauwkeurig zijn in te schatten dankzij een lange, gedocumenteerde geschiedenis van stabiele kasstromen waardoor het bedrijfsrisico als laag werd beoordeeld. Het zijn bovendien ondernemingen met een duidelijke, welomschreven bron van inkomsten. Zo hebben de krediet-

Tabel 3: Een beknopt overzicht van bedrijfssecuritisatie transacties, de sectoren en ratio's.

Bedrijf	Sector	Ratio: 'Investment grade' obligaties / netto kasstroom uit bedrijfsvoering
Wellington Pubs	Horeca	10.3x
GPA Airplane	Luchthaven	9.8x
London City Airport	Transport	9.7x
Unique Pubs	Horeca	9.5x
Welcome break	Horeca	9.0x
Tees and Hartlepool	Haven	8.9x
Glas Cymru	Water	8.8x
Premier Pub Co.	Horeca	8.7x
Wightlink	Transport (water)	8.7x
Alehouse Finance	Horeca	7.9x
Formula One	Motorsport	7.5x
Punch Taverns	Horeca	7.3x
Excel	Facilitair	7.2x
General Healthcare	Zorg	7.0x
Madame Tussauds	Entertainment	6.6x
Rank Hovis McDougall	Voeding	4.4x
Gemiddeld		8.5x
Financieringsalternatieven	Sector	Ratio: Obligaties/netto kasstroom uit bedrijfsvoering
High Yield Obligaties	Divers	5.1x
BBB rating	Divers	3.0x

Bron: Steve Din, Morgan Stanley, Securitisation Conference, november 2001, London

beoordelende instanties een zekere interesse in ondernemingen die historisch gezien een consistente en sterke financiële performance hebben laten zien in stabiele sectoren. De gesecuritiseerde activiteiten van Rank Hovis McDougall bijvoorbeeld hebben een leidende marktpositie dankzij de gevestigde en welbekende merken. Daarnaast is de voedingsproducterende industrie in het Verenigd Koninkrijk een vrij gesloten en moeilijk te betreden markt voor concurrentie. Volgens Moody's (2002) zijn historisch gezien genoemde factoren goed voor een stabiele en continue stroom van inkomsten en marges. Kortom: een bedrijfssecuritisatie is dan ook alleen een financieringsalternatief wanneer het bedrijfsactiviteiten betreffen met een homogene portefeuille die goed voorspelbare kasstromen zal genereren over een lange periode.

Voorts blijkt dat deze financieringsstructuur ook in andere landen kan worden toegepast. Zoals de bedrijfssecuritisatie van Tenovis in Duitsland (via de 'Loan Facility Agreement') en de Marne et Champagne in Frankrijk (via 'Gage avec Dépossession'). De grote vraag is of bedrijfssecuritisatie ook in Nederland ingezet kan worden. Verder onderzoek zal moeten uitwijzen of het mogelijk is, en hoe een transactie gestructureerd kan worden in ons land.

Dennis Vink is werkzaam bij het Center for Finance van Universiteit Nijmegen. Hij doceert bedrijfsfinanciering en waarderingsvraagstukken. E-mail: d.vink@nynenrode.nl

NOTEN

- 1 Dit artikel maakt gebruik van inzichten die zijn verschenen in de publicatie van: E.M. Sprokholz, D. Vink en L.P.F. van de Voort, 'De basisprincipes van bedrijfssecuritisatie', in: Tijdschrift voor Financieel Management, november/december 2001.
- 2 Edward Sprokholz, Dennis Vink en Leo van de Voort, 'De basisprincipes van bedrijfssecuritisatie', in: Tijdschrift voor Financieel Management, november/december, 2001.
- 3 Securitisation vehicle, also called special purpose vehicle,

is an entity which acquires ownership of the transferred assets and issues asset-backed securities. This entity is established only for the purpose of specific securitisation and it is legally different and independent from the original owner of the assets. The securitisation vehicle has a different governance structure than the originating firm. In particular, its specific structure restricts any chance of a standard bankruptcy procedure (Asset Securitisation and Optimal Asset Structure of The Firm, working paper J. Skarabot, 2001).

- 4 Originator is een ander woord voor eigenaar.
- 5 'DSCR' is een afkorting voor debt service coverage ratio, en 'FDCSR' staat voor 'EBITDA minus buitengewone kasuitgaven, onderhoudsuitgaven, dividend uitkeringen, belasting en veranderingen in werk kapitaal'.
- 6 In het Verenigd Koninkrijk is het noodzakelijk dat de SPV de zogenoemde 'fixed and floating charges' krijgt, wil zij de andere crediteuren in geval van faillissement verslaan.

LITERATUUR

Aghion, P. Bolton, P. (1992), An incomplete contract approach to financial contracting, *Review of Economic Studies*.

Din, S. (2001), *Securitization Conference*, november, London.

Gertner, R. Scharfstein, D. (1991), A theory of workouts and the effects of reorganization law, *Journal of Finance*.

Hart and Moore (1994), Chapter 5 in: *Firms, contracts, and financial structure*.

Kappel, P. (2000), *Securitization Conference*, november, London.

Moody's Investor Service (2001), *Pre-sale report RHM Finance limited Asset Backed Notes*, february.

Moody's Investor Service (2002), 2001 Review and 2002 outlook, European Whole Business Securitisation: *The market comes of age*, february.

Skarabot, J. (2001), *Asset securitization and optimal asset structure of the firm*, working paper, Haas School of Business.

APPENDIX

12 July 2009

Principal

- Vink, Dennis, Frank Fabozzi, 2009. “Non-US asset backed securities: spread determinants and over-reliance of credit ratings”. *Yale ICF Working Paper No. 09-13. Top 10 SSRN Downloaded Papers for Journal of European Finance*.
- Vink, Dennis, 2009. “Securitisatie: hoe nu verder?”. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfsconomie* 6, 215-223.
- Fabozzi, Frank, Dennis Vink, Andreas Jobst, 2009. “Securitization – differences between mature and emerging markets” [forthcoming]. *International Monetary Fund Research Paper Series, Yale School of Management Research Paper Series*.
- Vink, Dennis, 2008. “Securitisatie: een vergelijkende empirische analyse tussen hoofdcategorieën”. *Kwartaalschrift Economie* 4, 415-446.
- Vink, Dennis, André Thibeault, 2008. “ABS, MBS and CDO pricing comparisons: an empirical analysis”. *The Journal of Structured Finance* 2, 27-45.
- Vink, Dennis, 2008. “CDOs: super senior of super slecht” [forthcoming]. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfsconomie*.
- Vink, Dennis, 2007. “Securitization: ten lessons to remember.” *Management Control & Accounting* 11, 14-21.
- Vink, Dennis, André Thibeault, 2007. ABS, MBS and CDO compared : an empirical analysis. (2007). *Top 10 SSRN Downloaded Papers for Capital Markets Journals and Top 10 SSRN Downloaded papers for Financial Economics Network*.
- Vink, Dennis, André Thibeault. 2007, An empirical analysis of asset-backed securitization. *Top 10 SSRN Downloaded Papers for Theory: Pricing and Top 10 SSRN Downloaded Papers for Journal of Monetary Economics*.
- Vink, Dennis, 2007. Primary market spreads of asset securitization issues : empirical investigation and analysis. *PhD dissertation Nyenrode Business Universiteit*. ISBN 978-9073314979.
- Vink, Dennis, 2002. “Bedrijfssecuritisatie een uitdaging voor ondernemingen.” *Tijdschrift voor Corporate Finance* 3, 30-36.
- Benima, Danny, Gerard Mertens, Dennis Vink, Roelof-Jan Wollerich, 2002, “Why do corporates use business securitization?”. *Tijdschrift voor Corporate Finance* 4, 34-36.
- Sprokholt, Eduard, Dennis Vink, Leo van der Voort, 2001. “Een innovatie in buy-out financiering: de basisprincipes van bedrijfssecuritisatie.” *Tijdschrift voor Financieel Management* 6, 21-30.
- Eenennaam, Fred van, Dennis Vink, Mark Visser, 2001. “Een overname als strategische optie: een waarderingssystematiek.” *Tijdschrift voor Financieel Management* 5, 12-22.

Other

- Vink, Dennis, 2008. “Meer bufferkapitaal voldoet niet.” *Het Financiële Dagblad*. 7 augustus.
- Vink, Dennis, 2007. “A primer on whole business securitization.” *Fiducie* 1: 6-13.
- Vink, Dennis, 2007. “Nederlandse bedrijven financieren te conservatief.” *De Financiële Telegraaf*. 6 juli.
- Vink, Dennis, 2003. “Business securitization, more efficient or not?.” *Fiduciair* 1: 21-24.
- Eenennaam, Fred van, Dennis Vink, 2003. “Lach de kleine zaadkorrel niet uit, eens zal hij een palmboom zijn.” *Fiduciair* 3: 12-18.
- Vink, Dennis, 2002. “A innovative way of financing leveraged buy-outs.” *Fiduciair* 2: 16-24.

Conference proceedings

- Vink, Dennis, André Thibeault, 2008. An empirical analysis of asset-backed securitization. *21st Australasian Finance & Banking conference*, Sydney, Australia, December 16-18.
- Vink, Dennis, 2008. An empirical analysis of asset-backed securitization. *Financial Services Institute's Symposium*, New York City, United States, September 12.
- Vink, Dennis, 2008. An empirical analysis of asset-backed securitization. *International Summer School on Risk Measurement and Control. Contagions, Bubbles and Blackouts in Financial and Commodity Markets*, jointly organized by the Association for Banking and Finance, Rome, Italy, June 30 - July 4.
- Vink, Dennis, 2008. The determinants of asset-backed securitization at issue. *Standard & Poor's*, New York City, United States, June 5.
- Vink, Dennis, André Thibeault, 2008. An empirical analysis of asset-backed securitization. *11th Conference of the Swiss Society for Financial Market Research (SGF)*, Zurich (SWX Swiss Exchange), Switzerland, April 11.
- Vink, Dennis, 2006. Comparison of asset securitization issues originated in emerging and non-emerging countries. *Emerging Markets Finance and Economics Conference (EMFE)*, Istanbul, Turkey, September 9.

Specialised courses Dr. Dennis Vink

Dennis Vink lectures Corporate Finance in the MSc, MBA and executive education programs at Nyenrode Business Universiteit in Breukelen, the Netherlands. His ten years of practical and academic experience reflect his interest in corporate finance, structured finance and risk management. With an average rating of 4.3 out of 5 in the MBA program, Dr. Vink qualifies as an excellent lecturer. Next to his work for Nyenrode he has also acted as a visiting professor at the VU University in Amsterdam.

Dennis Vink received a Master of Science degree in Financial Management from Nyenrode Business Universiteit (1999), where he also obtained his PhD degree (2007) with a thesis on Asset Securitization. Additional training was followed through the Tilburg PhD Program in Finance. His academic work deals with empirical research in the field of corporate finance, with a particular focus on structured finance.

Dr. Vink acts as an independent business advisor covering a wide range of disciplines in the world of structured finance. Not only is he the author of over ten articles in this field but he has also participated in the supervision of a number of finance projects. These included asset-backed securitization issues, value-based management and cost of capital issues, to name but a few, carried out for the benefit of multinational corporations and financial institutions.

The following represents a selection of seminars, workshops and courses on specialised topics related to funding and investment offered by Dr. Dennis Vink in recent years.

- **An Overview of Financial Management**
 - The Financial Objective
 - Business Finance versus Accounting
 - How to Evaluate Capital Structure
 - Free Cash Flow to the Firm

- **Financial Statements and Cash Flow**
 - Accounting Numbers
 - Analysis using Financial Ratios
 - Analysis using Cash Flows
 - Economic Profit

- **Time Value of Money**
 - Measuring Wealth
 - Present Value Computation
 - Future Value Computation
 - The Net Present Value Investment Rule

- **Analysis of Investment Projects**
 - The Investment Process
 - Investment Decision Rules
 - Do's and Dont's
 - Sensitivity Analysis Using Spreadsheets

- **Valuation of Common Stocks**
 - The Valuation Problem
 - Projected Earnings
 - Projected Dividends
 - Projected Cash Flows

- **Valuation of Fixed-Income Securities**
 - Using Present Values Formulas to Value Bonds
 - Term Structure of Interest Rates
 - Reading Bond Listings
 - Interest Rate Sensitivity

- **Risk and the Required Rate of Return**
 - The Capital Asset Pricing Model
 - Beta and Risk Premiums on Individual Securities
 - Valuation and Regulating Rates of Return
 - Some Cautions about Beta

- **Gearing and the Cost of Capital**
 - Cost of Debt
 - Cost of Equity
 - Firm Value
 - Adjusted Net Present Value

- **Options and Contingent Claims**
 - Investing with Options
 - The Black-Scholes Model
 - Other Applications of Option Pricing Methodology

- **ABS, CDOs, and Synthetics**
 - Fundamentals of Asset-Backed Securitization
 - Cash Flow Analysis and Pricing
 - Risk Transfer through Credit Default Swaps

- **Leveraged and Mezzanine Financing**
 - Review of Valuation Tools for Acquisitions
 - Implementing Senior, Mezzanine and Equity Finance
 - Modelling an LBO

Contact Nyenrode Center for Finance

Please feel free to contact the Nyenrode Center for Finance if you should require more details regarding my current research themes and for further information about my specialized courses.

Nyenrode Business Universiteit
Center for Finance
Straatweg 25
3621 BG Breukelen
The Netherlands

Dennis Vink
Email: d.vink@nyenrode.nl
Website: www.dennisvinkonline.nl
Tel: +31 346 291 211