

# DE SURPLUS-OBLIGATIELENING<sup>1</sup>)

door Drs. J. Bilderbeek

## I. Verschil gewone obligatie - surplus-obligatie

Op woensdag 22 december 1971 heeft de Steenkolen-Handelsvereniging N.V. (S.H.V.) een betrekkelijk nieuwe financieringsfiguur geïntroduceerd onder de naam surplus-obligatielening 1972. Betrekkelijk nieuw omdat de zgn. kapitaal- (achtergestelde) obligaties, die we met name hebben leren kennen in de bankwereld, wel als voorbeeld te herkennen zijn.

De surplus-obligaties zijn te beschouwen als een *tussenvorm* tussen de gewone obligatie en het aandeel. Hierin wijken zij af van de converteerbare obligatie, waarin juist de *overgangsvorm* van gewone obligatie naar aandeel besloten is. De verschillen tussen de gewone obligatie en de surplus-obligatie betreffen zowel het risico als de beloning (blz. 14)<sup>2</sup>).

a. Met betrekking tot het *risico* wordt terecht gesteld dat iedere vermogensverschaffing aan een bedrijf in meerdere of mindere mate het accepteren van risico's impliceert. Het traditionele onderscheid risicodragend-ricicomijdend beleggen lijkt ons dan ook nauwelijks relevant. Aan iedere vermogensverschaffing zijn risico's inherent, waarbij de mate van risico kan verschillen al naar gelang de voorwaarden welke zijn bedongen door de partijen en de actuele ontwikkeling van het vermogenaantrekkende bedrijf.

Het risico, verbonden met de surplus-obligatie, komt er in concreto op neer dat:

1 in geval van faillissement, surséance van betaling, ontbinding of indien aan crediteuren een akkoord is aangeboden, de surplus-obligaties *achtergesteld* zijn bij *alle* schuldverplichtingen van de debitrice, ongeacht of die schuldverplichtingen al dan niet opeisbaar, dan wel onvoorwaardelijk of voorwaardelijk zijn en ongeacht het moment waarop deze verplichtingen zijn aangegaan (blz. 5);

2 in geval de geconsolideerde verlies- en winstrekening in enig jaar een verlies aanwijst, de debitrice bevoegd is de rente niet (of gedeeltelijk niet) te voldoen in contanten doch - geheel of gedeeltelijk - in surplus-obligaties. Deze obligaties zullen dan in betaling worden gegeven à 100% (blz. 5). Voorts heeft de debitrice *ten allen tijde* het recht aan de obligatiehouders, te hunner individuele keuze, in plaats van betaling der rente geheel in guldens, deze geheel of gedeeltelijk uit te keren in surplus-obligaties, tegen een door de debitrice vast te stellen koers.

De achterstelling is niet van toepassing op de verplichtingen voortvloeiende uit toekomstige leningen met een wat achterstelling betreft gelijk karakter als de onderhavige lening (blz. 6).

b. Ten aanzien van de *beloning* is de emittent van oordeel dat zowel voor de vermogensverschaffer alsook voor de vermogensverkrijger het risico van de

<sup>1</sup>) Veel dank ben ik verschuldigd aan de heren Dr. P. G. Bosch en T. H. Kwee B.t.w. voor hun kritische opmerkingen.

<sup>2</sup>) De tussen haakjes geplaatste paginanummers verwijzen naar de emissieprospectus van de surplus-obligatielening 1971 van de S.H.V.

rente-ontwikkeling zoveel mogelijk moet worden geëlimineerd (blz. 14).

1 De *basisrente* - vergelijkbaar met de rente op een gewone obligatie van een „eerste klas” bedrijf - is dan ook gekoppeld aan het gemiddeld effectieve rendement van de (drie) laatst uitgegeven aflosbare staatsobligatieningen.

2 De *surplusrente* - de extra rente als compensatie voor het grotere risico ten opzichte van een gewone obligatie - zal zich gedurende de looptijd van 40 jaar ontwikkelen in overeenstemming met de geplande groei van de activiteiten binnen het bedrijf. Deze surplusrente zal tijdens de looptijd gedurende telkens een tiental jaren een vast percentage van de basisrente uitmaken, opklimmend van 10% over de eerste tien jaar tot 40% over het vierde en laatste tiental jaren. In procenten van de nominale schuld zal de surplusrente nimmer minder dan 1% bedragen (blz. 14).

3 De *totale* rente - de som van basis- plus surplusrente - zal echter minimaal 6% en maximaal 15% bedragen en ook minstens 1½% hoger zijn dan het gemiddeld effectieve rendement op de laatste staatsobligaties. Voor de eerste renteperiode bedraagt deze rente 9,3% (blz. 3).

## II. Criteria ter beoordeling van een financieringsfiguur

Het aantrekken van vermogen in een bepaalde vorm zal moeten passen in een beleid gericht op een door het bedrijf bevredigend geachte *financiële structuur*, waarbij de financiële structuur met Bouma kan worden omschreven als de wijze waarop het vermogen en het kapitaal zijn samengesteld.<sup>3)</sup> We spreken hier van een *bevredigende* financiële structuur omdat de vele onzekerheden bij de financieringsplanning impliceren dat niet van *optimale* structuur kan worden gesproken<sup>4)</sup>.

Het beleid gericht op een bevredigende structuur zal niet autonoom door de bedrijfsleiding kunnen worden bepaald; het wordt mede beïnvloed door rationele en irrationele eisen van de vermogensverschaffers. De irrationele aspecten zijn vooral het gevolg van het hanteren van min of meer onjuiste vuistregels in de financiële praktijk. Generaliserend zou kunnen worden gesteld dat de *diagnosetechniek*<sup>5)</sup>, gebruikt door vermogensverschaffers ten einde een beeld te krijgen van de gezondheidstoestand van het vermogenvragende bedrijf, niet in alle gevallen adequaat is. De door het bedrijf geformuleerde doelstellingen zullen bepalen wat als bevredigend kan worden beschouwd. De uiteindelijke financiële structuur zal dan het resultaat zijn van een compromis tussen overwegingen van *zeggenschap*, *elasticiteit* en *rentabiliteit*. Onder elasticiteit willen we verstaan de mogelijkheid tot aanpassing aan veranderende omstandigheden.

<sup>3)</sup> Prof. dr. J. L. Bouma, De theorie van de financiering van ondernemingen, Wassenaar 1971, blz. 21.

<sup>4)</sup> Idem.

<sup>5)</sup> Uitgebreider: zie J. Bilderbeek en W. F. van Raaij: artikel „Bedrijfsdiagnose”, ESB 24-2-'71.

### III. Betekenis van de surplus-obligatie voor de emittent

#### 1 Algemeen

Wanneer we tegen de achtergrond van de in II. omschreven financiële structuur de surplus-obligatie beoordelen, dan kan daaromtrent het volgende worden opgemerkt:

- De bestaande *zeggenschapsverhoudingen* ondergaan geen verandering. Deze verhoudingen zouden wel worden gewijzigd indien de vermogensbehoefte wordt gedekt:

a. door een emissie van aandelen, te plaatsen bij anderen dan de bestaande aandeelhouders,

b. door een emissie van aandelen, te plaatsen bij de bestaande aandeelhouders, echter in een andere verdeling dan het huidige aandelenbezit weergeeft,

c. door het aantrekken van vreemd vermogen, waarbij de vreemd vermogenverschaffer bijv. een commissarisplaats claimt.

- Op grond van hetgeen in Ia. is beschreven kan worden geconcludeerd dat de surplus-obligatie de *elasticiteit* binnen de financiële structuur waarborgt:

1 Weliswaar wordt een verplichting op lange termijn aangegaan, doch in minder florerende omstandigheden (verliezen) behoeft geen betaling van de rente in contanten te geschieden.

2 Indien de rentabiliteit van het totale vermogen kleiner wordt dan de rente die moet worden betaald over het vreemd vermogen (i.c. de surplus-obligaties) dan zou de emittent gebruik kunnen maken van het recht van vervroegde aflossing (bij de S.H.V. overigens eerst na verloop van 10 jaar).

- Zolang de *rentabiliteit* van het totale vermogen (voor rente en winstbelasting) groter is dan de rente die moet worden betaald over de surplus-obligaties, wordt de rentabiliteit van het eigen vermogen gunstig beïnvloed.

Juist de combinatie van handhaving van de zeggenschap en elasticiteit enerzijds en de kans op een stijging van de winst per aandeel anderzijds maakt de surplus-obligatie - met zijn achtergestelde karakter - superieur aan vrijwel ieder andere financieringsfiguur vanuit het standpunt van de emittent gezien. Het getuigt van een bijzondere creativiteit dat de S.H.V. - rekening houdend met de relevante overwegingen met betrekking tot de financiële structuur - de surplus-obligatie heeft geïntroduceerd. Daardoor voorkomt zij de fout welke met name een aantal Amerikaanse bedrijven in de zestiger jaren heeft begaan. Deze bedrijven hadden bijna uitsluitend oog voor het rentabiliteitsaspect van de financieringsmiddelen. Deze eenzijdige financiële politiek leidde in het begin van de zeventiger jaren tot zgn. „overburdened debt-structures”<sup>6</sup>), hetgeen weer aanleiding gaf tot financiële reorganisaties, of erger déconfitures.

#### 2 Betekenis voor de S.H.V.

We willen in deze paragraaf trachten een nauwkeuriger beeld te krijgen van

<sup>6</sup>) Zie bijv. Robert F. Vandell and Robert M. Pennell: „Tight-Money Financing” in Harvard Business Review, september/oktober 1971.

de overwegingen bij de S.H.V. voorzover de gegevens, vermeld in de emissieprospectus, dit toelaten.

Het is duidelijk dat behoefte bestond aan een „vorm van eigen vermogen”. De S.H.V. formuleert deze wens als volgt: „In het kader van de opbouw van een harmonische financieringsstructuur binnen de S.H.V. bestaat behoefte aan vermogen dat voor langere tijd ter beschikking staat van de onderneming en in zekere mate risicodragend is”. *Formeel* is alleen eigen vermogen risicodragend. *Materieel* kan men een ander standpunt ten aanzien van het risicodragend zijn innemen (zie Ia.). Qua uitwerking op de financiële structuur is gezocht naar een aan eigen vermogen verwant zijnde financieringsfiguur. Kennelijk was men van oordeel dat de winstinhouding onvoldoende zou zijn ter dekking van de toekomstige eigen vermogensbehoefte. Anderzijds is de S.H.V. wellicht de mening toegedaan dat een grote aandelenemissie nauwelijks kans van slagen zou hebben<sup>7)</sup>. Wat zou namelijk de consequentie zijn van een aandelenemissie? In geval van een aandelenemissie laten zich de volgende mogelijkheden denken:

a. Plaatsing van de aandelen à pari.

Teneinde niet te discrimineren tussen de huidige aandeelhouders zal de plaatsing dan moeten geschieden naar evenredigheid van de bestaande verdeling van de aandelen over de aandeelhouders. Dit houdt in dat *alle* huidige aandeelhouders naar evenredigheid van hun aandelenbezit moeten participeren in de additionele vermogensbehoefte van 50 mln. Als sommigen van de huidige aandeelhouders niet in staat zijn, c.q. niet meer van plan zijn additioneel vermogen te verschaffen, dan moeten claims worden toegekend.

b. Plaatsing van aandelen tegen een koers gelegen tussen de pariwaarde en de maximaal bereikbare emissiekoers. Ook dan geldt hetgeen onder a. is gesteld.

c. Plaatsing van aandelen tegen de „maximaal” bereikbare emissiekoers. Deze methode leidt, in vergelijking met a. en b., tot een zo gering mogelijke verwatering van de winst per aandeel.

Een ter beurze genoteerd bedrijf heeft in dit geval bij de emissiekoersbepaling een steunpunt in de actuele beurskoers. Dit oriëntatiepunt mist de S.H.V. Ofschoon ten dele cijfermatige gegevens ontbreken willen we toch trachten een beeld te krijgen welke de consequenties van deze politiek geweest zouden zijn.

Als uitgangspunten kiezen we daarbij dat

1 bij vergroting van het aandelenkapitaal de *nieuwe* aandeelhouders als volkomen gelijkgerechtigden naast de oude aandeelhouders moeten worden geplaatst,

2 het bedrijf niet meer rendement aan de nieuwe aandeelhouders behoeft uit te keren dan overeenkomt met hun rendementseis (deelnemingsrente)<sup>8)</sup>.

Met betrekking tot het tweede uitgangspunt willen we veronderstellen dat de

<sup>7)</sup> Zie bijv. J. Hanekroot: artikel „Nieuwe financieringsvorm” in Het Financieel Dagblad van 14.12.'71.

<sup>8)</sup> Zie bijv. Dr. B. H. de Jongh: „Effecten en Kredietvormen in hun betekenis voor de financiering der onderneming”, 3e druk 1924, blz. 36/37.

Prof. Dr. H. C. Wijtzes: „Ondernemingsfinanciering”, hfdst. 10 (blz. 232 e.v.) en hfdst. 5 (blz. 120 e.v.), Haarlem 1971

rendementseis 10% bedraagt. Het geplaatste aandelenkapitaal voor emissie is volgens de staat „ontwikkeling in het aandelenkapitaal” (blz. 18) nominaal 87.630.700<sup>9)</sup>. Het benodigde vermogen is 50.000.000. Het bedrijf spreekt als verwachting uit, dat de totale winst over 1971 niet belangrijk van die van 1970 zal afwijken, d.w.z. ongeveer 68,5 mln zal bedragen<sup>11)</sup>. Als behalve de winst ook de uitgekeerde winst over 1971 naar evenredigheid van het geplaatste aandelenkapitaal gehandhaafd blijft, dan belooft deze laatste een bedrag van ± 22 mln<sup>11)</sup>. Op basis van de veronderstelde rendementseis van 10% moet een bedrag ad. 5 mln „toevallen” aan de nieuwe aandeelhouders.

Als de winst over 1972 niet verschilt van die over '71 dan laat zich volgens de aloude emissieformule van De Jongh voor een besloten vennootschap een emissiekoers berekenen van 200%. Dit zou betekenen een emissie van 250.000 aandelen à f 100,— nominaal<sup>12)</sup>. Zelfs een aanzienlijk lagere rendementseis zou niet tot een sterk vergrote emissiekoers leiden.

Indien geen herkapitalisatie in de eigen vermogenssfeer had plaatsgevonden - en voor een emissie een beroep op derden-aandeelhouders moet worden gedaan - dan impliceert een zodanige vermogensverwerving een grote verandering in de bestaande zeggenschapsstructuur, alsmede een sterke verwaterring van de winst per aandeel.

Nu zou men kunnen tegenwerpen dat voorgaande becijfering uitsluitend is gebaseerd op de direkte rendementswaarde van een aandeel. We willen daarom ook trachten aan te geven hoe groot de intrinsieke waarde en de rentabiliteitswaarde van een aandeel S.H.V. bij benadering zijn.

Doordat balansgegevens van 1971 bij het verschijnen van de emissieprospectus nog onbekend waren, zullen we ons moeten baseren op de cijfers genoemd in die prospectus. Het eigen vermogen (exclusief aandeel derden in geconsolideerde ondernemingen) is groot 366 mln. Het geplaatste kapitaal bedraagt 87.631.000. De *intrinsieke* waarde per aandeel is dan ruim f 418,—.

Als we een „normale rentabiliteit” op het eigen vermogen mogen veronderstellen van 10%, dan zou de „normale” winst ruim 36,5 mln zijn. De S.H.V. laat echter een zuivere winst zien van 68,5 mln. Deze overtreft de normaal geachte winst met 68,5 - 36,5 = 32 mln (overwinst). Als we dit bedrag kapitaliseren met een nogal hoge factor 5, dan komen we tot een bedrag van 160 mln. Dit vermeerderd met de intrinsieke waarde van 366 mln geeft een rentabiliteitswaarde van ruim 525 mln. Per aandeel betekent dat

<sup>9)</sup> Door een herkapitalisatie binnen de eigen vermogenssfeer in 1970 is het geplaatste aandelenkapitaal gestegen van 27.380.000 naar 82.139.000. Bij deze overboeking van overige reserves naar gestort kapitaal laat zich denken dat hier overwegingen van zeggenschap een rol hebben gespeeld. Alle aandelen vertegenwoordigen bij de S.H.V. nl. dezelfde rechten. Wanneer nu de S.H.V. in eerste instantie toch een aandelenemissie met een opbrengst van 50 mln. heeft overwogen, dan zou een dergelijke emissie, afhankelijk van de emissiekoers, de huidige zeggenschapsverhoudingen meer of minder sterk beïnvloeden. De verandering in de zeggenschapsstructuur is vanzelfsprekend bij een nominaal geplaatst aandelenkapitaal van 27.380.000 groter dan bij een nominaal geplaatst aandelenkapitaal van 82.139.000.

<sup>10)</sup> We hebben de emissie van 1 juni 1971 van 5.491.300 nominaal in de berekening meegenomen.

<sup>11)</sup> Deze verwachting is gerealiseerd blijkens het inmiddels verschenen jaarverslag 1971. De winst bedraagt ruim 69 mln. Daarvan werd echter uitgekeerd aan aandeelhouders ruim 24 mln.

<sup>12)</sup> Het statutair vastgestelde maatschappelijk kapitaal ad. 1.000.000 aandelen elk groot f 100,— zou bij een dergelijke emissie moeten worden verhoogd.

een rentabiliteitswaarde van  $\pm 600\%$ . Afgezien van speculatieve en/of incidentele overwegingen vormt de  $600\%$  het „absolute maximum”.

Op basis van voornoemde „becijferingen” en op grond van een geschatte cash-flow per aandeel in 1971 van bijna f 150,— en een verwachte rentabiliteit op het eigen vermogen in dat jaar van  $\pm 19\%$  lijkt een emissiekoers van ongeveer  $500\%$  op zich zeer wel haalbaar. De S.H.V. zou dan 100.000 aandelen moeten plaatsen om het benodigde vermogen van 50 mln te verwerven.

De S.H.V. beoogde vermogen dat gedurende een zeer lange termijn beschikbaar zou zijn en geen „claim” zou leggen op de liquiditeitspositie in minder florerende omstandigheden. Voorts wilde men wellicht de solvabiliteitsverhouding verbeteren, waarbij het aan te trekken vermogen natuurlijk niet te duur mocht zijn, en tenslotte - en dat komt ons toch als een belangrijke overweging voor - zal de wens zijn uitgesproken tot behoud van het *besloten karakter* van het bedrijf.

In deze „wensen” liggen meerdere argumenten besloten om de behoefte aan een eigen-vermogensvorm niet te dekken via een aandelenemissie.

In verband met de (toekomstige) dividendverplichtingen is aandelenvermogen relatief kostbaar, dit nog afgezien van de verwateringsverschijnselen en de eventuele inbreuk op het *besloten* karakter van een bedrijf.

Het argument dat voor omvangrijke emissies de aandelenemissiemarkt betrekkelijk uitgeput lijkt<sup>13)</sup>, is naar ons oordeel in dezen niet relevant en komt ons ook als een enigszins overdreven uitspraak voor. Het zijn o.i. de hiervoor genoemde overwegingen geweest welke hebben geleid tot de introductie van de surplus-obligatielening. De vraag welke thans nog moet worden beantwoord is waarom de door de trustee vastgestelde emissiekoers lager is geworden dan de aanvankelijke verwachtingen daaromtrent.

#### IV. De betekenis van de surplus-obligatie voor de belegger

Bij de vaststelling van een emissiekoers van welke financieringsfiguur dan ook, staat men voortdurend voor het vraagstuk van de schatting van de rendementseis van de potentiële vermogensverschaffers. We hebben onszelf voor dit probleem gesteld in III2c., en konden weinig anders doen dan een bepaalde rendementseis te vooronderstellen.

Omdat - zo staat geschreven in de prospectus (blz. 15) - „het hier gaat om een schatting van de rendementseis van vermogensverschaffers, die vermogen in een *nieuwe* vorm ter beschikking stellen, is er grond voor de gedachte de vermogensverschaffers zelf bij deze schatting te betrekken.” Voorts is S.H.V. van oordeel dat de omvang van de rentevergoeding, mede als gevolg van de eenvoud van het schema voor de surplusrente, tot een uitgiftekoers *boven pari* zal leiden. Een en ander was aanleiding bij deze emissie voor het tender-systeem te kiezen, met pari als minimale inschrijvingskoers.

Zowel uit de prospectus zelf (blz. 15), als uit de berekening van het Wetenschappelijk Adviesbureau voor Beleggers drs. Matthee als uit de be-

<sup>13)</sup> Het Financieel Dagblad d.d. respectievelijk 14 en 27 december 1971.

schouwing van Hanekroot<sup>14</sup>) blijkt dat een emissiekoers werd verwacht van 110 à 115%.

Ofschoon de verwachtingen m.b.t. de emissiekoers nogal hoog gestemd waren, bleek de definitieve uitgiftekoers toch een tegenvaller, vooral voor de S.H.V. De lening werd weliswaar ruimschoots overtekend, doch de koers kon door de Nederlandsche Trust-Maatschappij N.V. niet hoger worden vastgesteld dan 100,5%. Degenen, die tegen een hogere koers hebben ingeschreven kregen een totale toewijzing; op inschrijvingen tegen de uitgiftekoers is 70% toegewezen volgens de emittent.

Als oorzaken voor deze „tegevallende” emissiekoers zijn wel genoemd:

- de zeer lange looptijd (40 jaar!) met bovendien een wisselende rentevergoeding,
- het nog niet rijp zijn van de vermogensmarkt voor deze nieuwe financieringsfiguur,
- een aantal technische nieuwigheden zou „conservatieve” beleggers hebben afgeschrikt,
- een relatief ongunstig emissiemoment, doordat de periode van inschrijving is gekenmerkt door een lichte rentedaling.

Vanzelfsprekend kunnen genoemde omstandigheden een rol hebben gespeeld. De belangrijkste oorzaak lijkt ons echter een hinken op twee gedachten.

Het zal duidelijk zijn dat, indien een (potentiële) belegger wel de „lasten” draagt van het eigen vermogen verschaffen, deze last zijn compensatie moet vinden in een adequate beloning, m.a.w. hij zal ook de „lusten” willen genieten. Nu bedraagt de rentevergoeding (basis- plus surplusrente) over de eerste periode 9,3%. Dat mag in vergelijking tot de rentevergoedingen over gewone obligaties zeer redelijk worden genoemd. Maar is deze vergelijking wel rechtvaardig? We hebben in III.2 vastgesteld dat men zich met de surplusobligatie in feite richt op de zgn. risicodragende vermogensverschaffers. Het duidelijk achtergestelde karakter van deze obligatie maakt n.l. dat zij qua risico niet met een gewone obligatie maar met een aandeel vergelijkbaar is. De beloning voor de surplusobligatie moet derhalve worden vergeleken met die voor aandelen, en daartussen lijkt nu een discrepantie te bestaan.

Wat dit betreft zou kunnen worden geconcludeerd dat de surplusobligaties a.h.w. een *dubbel* achtergesteld karakter hebben gekregen. Immers in geval van (zeer) gunstige ontwikkelingen verdient het aandeel de voorkeur van de belegger, terwijl in minder gunstige perioden de gewone obligatie voordelen biedt. Deze omstandigheid heeft naar ons oordeel de emissiekoers sterk onder druk gezet.

We kunnen voorts constateren dat de winsten van de S.H.V., voortvloeiend uit de normale bedrijfsactiviteiten, de laatste jaren zowel absoluut als relatief zijn gestegen, dat de cash-flow per aandeel hoog is, alsmede dat de rentabiliteit op het eigen vermogen goed is. Het aantrekken van aandelenkapitaal

---

<sup>14</sup>) Het Financieel Dagblad d.d. respectievelijk 14 en 27 december 1971.



moet op grond van deze drie feiten voor de S.H.V. dan toch realiseerbaar worden geacht, waarbij, gezien de stijgende „normale” winsten, de converteerbare obligatielening als tussenstap mogelijk bijzonder aantrekkelijk zou kunnen zijn. Anticiperend op een goede winstontwikkeling zou wellicht een relatief hoge conversiekoers vastgesteld kunnen worden. Echter, het besloten karakter van de aandeelhoudersgroepering - het is reeds eerder gesteld - verdraagt *géén* aandelenemissie bij derden-aandeelhouders, *wél* een surplusobligatielening. Een lage emissiekoers van de surplusobligatielening is daarvoor de prijs geweest. Dat het bedrijf niet een *onderhandse lening* heeft aangetrokken, voorzover institutionele beleggers daartoe bereid zouden zijn, zal een uitvloeisel zijn van het financiële beleid. In de prospectus (blz. 14) blijkt dat onder meer, waar gesproken wordt over de wens tot een optimale liquiditeit en solvabiliteit te komen, wat optimaal dan ook moge zijn. Op grond van die wens wilde de S.H.V. *risicodragend* vermogen. De surplusobligatie is de vervulling daarvan.