

CFO's moeten concurreren op internationale kapitaalmarkten

Grenzeloos kapitaal



Floris Hollestelle

“ Activa die geen geldstroom genereren, zijn economisch gezien niets waard ”

Over alternatieve financiering wordt in Europa vooral gesproken als ieder ‘traditioneel’ bankkanaal is uitgeput. Iets wat overigens de laatste jaren steeds vaker voorkomt. In essentie is het niets anders dan financiering door een nog onbekende financieringspartner of via een nog niet bekende structuur. Vaak zonder tussenkomst van een bank. Er wordt rechtstreeks geleend aan of geïnvesteerd in het bedrijf of project. In de VS kiezen bedrijven bewust voor alternatieve financiering en is het geen uit noodzaak geboren afgeleide.

Europese CEO's en CFO's moeten er rekening mee houden dat financiële markten de afgelopen jaren sterk zijn veranderd en zeer dynamisch zijn. Dit resulteert in een extra thema boven aan de agenda van de Europese CEO en CFO: 'concurreren op internationale kapitaalmarkten'. De tijden dat men met één belletje naar de huisbankier weer een financieringslijn kreeg, zijn voorbij.

Kapitaalbronnen

Vanuit de industriële revolutie groeiden banken uit tot de belangrijkste bron van financiering voor Europese bedrijven. Bedrijven zijn voor hun financieringsbehoefte nog altijd in grote mate overgeleverd aan het beleid van banken, terwijl er op de wereldwijde kapitaalmarkt veel geld beschikbaar is. Dit vloeit enkel naar goed begrijpelijke en transparante projecten en ondernemingen. Succesvol opereren op de internationale



Sander Oude Luttikhuis

kapitaalmarkten begint dan ook met een heldere propositie.

Sinds de zeventiende eeuw was 'alternatieve financiering' al een integraal onderdeel van de inrichting van de kapitaalstructuur. In sommige gevallen is de prijsstelling van een kapitaalmarktoplossing duurder

dan reguliere bankfinanciering. Zolang deze 'meerkosten' zich vertalen in langere beschikbaarheid van financiering en flexibelere financieringsdocumentatie en leningsvoorwaarden, is deze 'duurdere' financiering bedrijfseconomisch te verantwoorden en daarmee vaak te prefereren in plaats van of juist in

“Financiering wordt vooral in Europa nog te veel als sluitstuk gezien”

combinatie met traditionele financiering.

In veel gevallen wordt financiering onterecht nog als een vanzelfsprekende sluitpost gezien. Bedrijven moeten op dit moment voor hun financiering hard concurreren op internationale kapitaalmarkten. Veel bedrijven en instellingen zien inmiddels de noodzaak om een weg te vinden naar de juiste partijen in de markt van internationale financieringen. Naast deze nieuwe partnerships is het ook belangrijk om een beeld te hebben van de diverse structureringsmogelijkheden en zekerhedenstellingen. Diverse financieringsmethoden dienen in relatie tot het te financieren actief overwogen te worden. Tegen de achtergrond van bovenstaande ontwikkelingen is de verzekeringsindustrie actief bezig om specifieke zekerheden op te tui- gen ten behoeve van projecten, financiers en investeerders. Het maken van de juiste combinaties draagt in grote mate bij tot het succesvol aantrekken van het juiste financieringsarrangement.

Dynamisch en competitief speelveld

De distributielijnen tussen kapitaalverstrekkers en kapitaalverkrijgers veranderen continu. In hun zoektocht naar meer rendement kijken investeerders in toenemende mate naar nieuwe beleggingsmogelijkheden, bijvoorbeeld door het nemen van meer kredietrisico en/of illiquide investeringen. Aan de andere kant zoeken ondernemers ‘nieuw’ kapitaal en partners om hun nieuwe

bedrijfsmodellen en ideeën tot uitvoering te brengen. Pensioenfondsen en vermogensbeheerders geven aan hun belangen in bijvoorbeeld hedgefondsen te willen afbouwen teneinde de vrijgespeelde middelen in een directere vorm aan projecten en ondernemingen toe te wijzen. In een wereld van globalisering brengt dit een enorme dynamiek met zich mee. Kijkend naar het aanbod van beleggingsmogelijkheden en de hoeveelheid spelers met geld kunnen we stellen dat het speelveld op de kapitaalmarkt enorm competitief is – zowel voor financiers als voor de partijen die financiering zoeken. Zij moeten namelijk concurreren met andere projecten waar ook geld voor nodig is. Dit speelveld is grensoverschrijdend. Wij voorzien op termijn dat het bewust diversifiëren van de kapitaalstructuur, met verschillende kapitaalsvormen en verschaffers van deze modaliteiten, ook een actuele competentie is geworden binnen de financiële functie.

Zicht op risico's

Alvorens het gesprek met potentiële financiers aan te gaan is een proactieve omgang met risico's essentieel om hun aandacht te krijgen en vervolgens de financierbaarheid te bevorderen. Dit gaat zeker op bij de financiering van ‘minder traditionele’ transacties. Vanuit de verzekerings- en kapitaalmarkt zijn er verschillende mogelijkheden ontwikkeld om financiers en bedrijven te beschermen tegen het risico dat een project, bedrijf of Special Purpose Vehicle niet aan zijn rente- en aflossingsverplichtingen kan voldoen. Goed overzicht en begrip hebben van risico-mitigerende structuren die het kredietprofiel bevorderen, deze duidelijk in de financieringsstructuur verweven en communiceren met financiers en investeerders, leidt tot een succesvolle transactie.

De kapitaalstructuur leeft

De samenstelling van de kapitaalstructuur is een bewuste keuze die in beginsel bij de onderneming ligt. De keuze van de financiering start bij het te financieren actief van de on-

derneming. Ieder activum heeft een geldstroomgenererend karakter. De voorspelbaarheid van geldstromen leidt tot een risicoprofiel dat iets zegt over de kredietwaardigheid. Aan de activazijde van de balans segmenteert men in feite, en per segment resulteert dit in de gewenste financieringsmodaliteit. Voor iedere modaliteit trekt men een financier, investeerder of verzekeraar aan die het activum begrijpt, naar de toekomst toe kan blijven financieren en waar mogelijk verzekeren.

Omdat ieder bedrijf uniek is, bestaat er geen andere financieringsblauwdruk dan de gebruikelijke vuistregels: langjarige activa dienen met lang geld te worden gefinancierd en vlottende activa met kort geld, en men probeert eerst te financieren met vreemd vermogen alvorens (duurder) eigen vermogen in te zetten. Wij komen met regelmaat bedrijven tegen waar deze basisprincipes niet worden toegepast en waar overnames of langlopende projecten met kort geld worden gefinancierd en werkkapitaal met eigen vermogen. Veel bedrijven kunnen hun activa gunstiger belenen, waardoor de beschikbaarheid van geld toeneemt, het kredietprofiel verbetert en het financieringsarrangement beter aansluit bij het karakter van de activa. Daarmee wordt de groei van de onderneming beter gefaciliteerd. Financiering wordt vooral in Europa nog te veel als sluitstuk gezien. Door de snelheid en dynamiek van de internationale kapitaalmarkten volstaat dit niet meer.

Vaak onderschatten bedrijven de verborgen liquiditeit in debiteuren, onderhanden werk, voorraden en crediteuren. Het managen van werkkapitaal is voor alle sectoren van de markt actueel en er is een duidelijke trend van internationale kapitaalmarktspelers die garanties willen verstrekken of financiering willen verlenen aan Nederlandse en Europese bedrijven. Deze ontwikkelingen kunnen het bedrijfsleven bijvoorbeeld op het gebied van order-to-cash en supply chain-financiering

meer ruimte bieden naast de voor hen al bestaande banklijnen. Zo kan gedacht worden aan het overdragen van kredietrisico's door de keten heen, waardoor de keten op efficiëntere wijze gefinancierd kan worden.

Het draait om geldstromen

Vraag aan een agrariër hoeveel zijn land waard is, en hij zal antwoorden dat dat afhangt van het gewas dat erop wordt geteeld. Wat is een hotel met 100 kamers economisch waard, als de kamers nooit verhuurd worden? Wat is de economische waarde van dat hotel als onderpand? Wat is de waarde van een verstrekte financiering op dat hotel als er geen geldstroom is voor rente en aflossing? Activa die geen geldstroom genereren, zijn economisch gezien niets waard. Een geldstroom kan men belenen of verkopen. Als de geldstromen uit de verschillende activa worden afgesplitst en stabiel gemaakt, door onder andere garanties en verzekeringen, zijn deze specifieke geldstromen interessant voor partijen in de kapitaalmarkt die op zoek zijn naar een vast renderende belegging met een specifiek risicoprofiel en rendement. Het actief (vastgoed, machine, auto) is dan voor de investeerder van ondergeschikt belang en vaak niet eens interessant; hij koopt immers de geldstroom. Door de rechten op een toekomstige geldstroom één keer te verkopen – aan bijvoorbeeld een vastrentende belegger – wordt er direct liquiditeit gegenereerd, terwijl de vreemd vermogen-positie afneemt. Per situatie en gekozen structuur kunnen er afspraken worden gemaakt over zaken als zekerheden, eigendom en zeggenschap.

Securitisatie

Geldstromen kunnen worden gebundeld en gesecuritiseerd. Dit concept stelt bedrijven in staat niet verhandelbare activa liquide te maken door via een Special Purpose Vehicle (SPV) de geldstromen te verkopen in de kapitaalmarkt. Om financiers zekerheid te verschaffen dat hun in-

vestering zal worden terugbetaald, zal het SPV buffers inbouwen, zijn er mogelijkheden om de geldstromen deels te verzekeren en zorgt diversificatie voor een stuk risicospreiding en verlaging van de financieringskosten. Naast efficiënter financieren biedt deze structuur ook mogelijkheden voor een grotere onafhankelijkheid ten opzichte van de kapitaalverstrekking, als het SPV inderdaad verhandelbaar commercieel papier gaat uitgeven. De totale kredietbehoefte zal ook afnemen bij gelijkblijvende omstandigheden. Daarbij biedt een dergelijke faciliteit de flexibiliteit om mee te groeien naarmate de kasstromen toenemen.

Garanties

Bankgaranties kunnen een behoorlijk beslag leggen op de financieringsruimte van een onderneming. Alternatieven zijn aanwezig om dit te voorkomen. Denk bijvoorbeeld aan grote internationale verzekeraars en kapitaalmarktspelers die op dit terrein steeds vaker een alternatief kanaal bieden voor bestaande bankgaranties. Deze partijen zijn ervoor ingericht om snel en minimaal gelijkwaardige garanties te verstrekken. Bovendien zal het automatisch lucht scheppen in de kredietlijnen bij de bank, wanneer (een gedeelte) van de garantiebehoefte bij een verzekeraar wordt ondergebracht. Daarmee treedt de verzekeraar in feite op als een bank die een kredietlijn verstrekt, oftewel een lijn voor het verstrekken van bankgaranties.

Partneren

Voor wie succes wil bereiken, is partneren een essentieel onderdeel. Zeker in een dynamische markt waarin met meerdere partijen nieuwe structuren worden opgetuigd. De ervaring leert dat er een klik moet zijn tussen de kapitaalverstrekker, de partij die het kapitaal nodig heeft en de benodigde adviseurs. Het is belangrijk dat partijen er samen uit willen komen. Dat vraagt om meedenkende partners die positief kritisch zijn ten aanzien van elkaar. Daarbij spelen vertrouwen en een goede en heldere informatievoorziening uiteraard ook

een grote rol. Onze ervaring is dan ook dat het loont om in een zo vroeg mogelijk stadium te partneren met diverse partijen die belangrijk zijn in de verschillende fasen van een transactie of project.

Conclusie

Het begrip alternatieve financiering is niet nieuw. Het staat gelijk aan wat de investeerders Trip en Duetz in de zeventiende eeuw al deden door rechtstreeks geld te lenen aan bedrijven, overheden, de VOC en gemeenten. In de huidige tijd moeten balansen gediversifieerder gefinancierd worden, willen bedrijven internationaal gezien slagvaardig blijven. Deze segmentatie van activa en financiering dient gemeengoed te worden bij bedrijven en financiers. Geld en geldstromen zijn de onmisbare brandstof en goed werkkapitaalbeheer blijft essentieel, of er nu bancair of vanuit de kapitaalmarkt wordt gefinancierd. Om succesvol te zijn op de internationale kapitaalmarkten zullen veel bedrijven nog een slag moeten maken op terreinen als houding, communicatie, transparantie, omgang met risico's, zekerheden, beleid en samenwerkingsverbanden zoeken buiten de bestaande partners. De corporate agenda heeft er een vast aandachtspunt bij: succesvol zijn op de internationale kapitaalmarkten. Daarbij vormen zekerheden rond de te financieren geldstromen en de inzet van de juiste instrumenten uit de verzekerings- en kapitaalmarkt belangrijke componenten binnen het financieringsvraagstuk. Goed op de hoogte zijn van de aanwezige alternatieven zorgt ervoor dat een bedrijf in staat is zich snel aan te passen. Binnen een continu veranderende omgeving maakt dat in een grenzeloze mondiale economie een cruciaal verschil. ■

FLORIS HOLLESTELLE en **SANDER OUDE LUTTIKHUIS** zijn werkzaam binnen Aon Credit International – Capital Markets en zijn verantwoordelijk voor het leveren van risico- en financieringsoplossingen vanuit de kapitaalmarkt.