

# De bank trekt zich terug. Welke alternatieven heb ik als onderneming?

*Banken zijn nog steeds de voornaamste bron van financiering voor Nederlandse ondernemingen. Ondernemingen doen er goed aan tijdig alternatieve financieringsbronnen te onderzoeken en actief te diversifiëren tussen de verschillende financieringsbronnen.*

*Martijn Mouwen - Corporate Finance, Debt Advisory*

*Martijn Breen - Corporate Finance, Debt Advisory*

## **1. Ondernemingen moeten op zoek naar alternatieve vormen van financiering**

“Nederlandse bedrijven moeten niet denken dat ze bij de bank kunnen blijven aankloppen voor leningen. Ze moeten op zoek naar alternatieve vormen van financiering”, aldus Boele Staal, voorzitter van de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB), in Het Financieel Dagblad in april 2012. Het is een brede oproep aan ondernemend Nederland om actief alternatieve vormen van financiering te onderzoeken. Staal bemerkt en voorziet door een combinatie van factoren een toenemende beperking bij banken om te voorzien in de financieringsbehoefte van ondernemingen. Als gevolg van deze structurele ontwikkelingen (invoering Basel III, golf van herfinancieringen) zijn banken aanzienlijk kritischer geworden bij het inzetten van hun schaarse kapitaal en daarmee in het verstrekken van ondernemingskrediet. Beschikbaarheid van (bancaire) financiering is niet langer een gegeven en mede hierdoor een

strategisch thema geworden dat elke onderneming uiterst serieus zou moeten adresseren. Het is voor de continuïteit van de onderneming belangrijk geworden dat de onderneming ook op de hoogte is van alternatieve financieringsvormen. Want zoals Boele Staal eerder dit jaar al zei: “Nederlandse bedrijven moeten afkicken van hun verslaving aan bankleningen.”

## **2. Financieringslandschap ingrijpend en blijvend veranderd**

Het financieringslandschap is sinds de kredietcrisis eind 2008 ingrijpend en blijvend veranderd. Het is vooral de bankensector pijnlijk duidelijk geworden dat de kredietrisicoperceptie ten aanzien van ondernemingen maar ook tussen de banken onderling in aanloop naar 2008 nagenoeg volledig was verdwenen. Kredietrisico werd vóór 2008 veelal nauwelijks meer gepercipieerd, en dit leidde tot steeds meer kredietverlening met steeds lossere voorwaarden. Deze situatie bleek niet langer houdbaar na het

uitbreken van de kredietcrisis die later overging in de wereldwijde financiële en recente landen crisis. De huidige situatie en die van de komende jaren is dat bankliquiditeit onder druk zal blijven staan en een hogere prijs zal hebben. Maar hoe ontstaat die toenemende krapte op de markt voor bankfinanciering?

### **Wall of debt**

De muur van herfinancieringen (ofwel ‘wall of debt’) die de komende jaren op ons afkomt, heeft zijn wortels in de financieringshausse uit de jaren 2005-2007. Door de destijds overeengekomen looptijd van de leningen kan, zoals weergegeven in figuur 1, een aanzienlijke herfinancieringsgolf worden verwacht in de periode 2013-2016. De enorme bedragen die hiermee gemoeid zijn leiden tot een verdere krapte op de financieringsmarkt. Onderzoek door ratingbureau Standard & Poor's toont aan dat er in Europa een herfinancieringsbehoefte is van € 3.4 triljoen in de periode tot en met 2016. Een onderneming doet er dus goed

### Basel III – Kapitaalbuffers: hogere kwantiteit en kwaliteit

Basel III is een hervorming van de internationale bankregulering en omvat een pakket eisen gericht op een significante verzwaring van de eisen aan bankkapitaal. Basel III stelt onder andere hogere eisen aan de kwaliteit en kwantiteit van het eigen vermogen van de bank. Onderzoek door Deutsche Bank (juni 2012) toont aan dat de bankensector de komende jaren in totaal voor € 2.4 triljoen de balans zal moeten 'verkorten' (lees: minder kredietverlening) om volledig te voldoen aan de strengere regelgeving. Daarnaast worden de eisen voor de eigen financiering van de banken aangescherpt: langer uitgezette kredieten moeten gematched worden met langere financiering. Daar de kosten van banken voor het aantrekken van langere financiering steeds verder stijgen, zal Basel III de kosten van financiering met langere looptijden (circa vijf jaar en langer) nog verder opdrijven, terwijl deze al aanmerkelijk zijn gestegen sinds het begin van de financiële crisis.

Ondanks dat Basel III pas vanaf 2018 verplicht zal zijn, zijn banken vanaf 2013 al verantwoordelijk voor een deel van de nieuwe regels. Daarmee zal Basel III vanaf 2013 invloed hebben op de beschikbaarheid en voorwaarden van bankkrediet, samenvallend met de 'wall of debt'.

aan om specifiek ten aanzien van een herfinanciering ruim vóór het einde van de looptijd van een lening tot herfinanciering over te gaan. Zeker wanneer de lening eindigt tussen 2013 en 2016, de periode waarin een golf van financieringen afloopt.

### Een bank kan en wil niet alles meer financieren

Een combinatie van kleiner aanbod

(als gevolg van onder meer de Basel III-regelgeving) en een relatief grotere vraag (als gevolg van de golf aan herfinancieringen die voor ons ligt) zal zorgen voor toenemende krapte op de markt voor bankfinanciering. Naast dat dit zich zal manifesteren in een hogere prijs voor het bankkrediet leidt deze krapte tot een potentieel risico voor ondernemingen die bij de invulling van

### Samenvatting

De bankensector staat voor een paar uitdagingen. De sector vertoont tekenen van 'systeem-illiquiditeit' door een combinatie van de effecten van aanhoudende economische onzekerheid, invoering van Basel III-regelgeving (minder aanbod van financiering) en een aanstaande golf aan herfinancieringen (meer vraag naar financiering). Voorzien wordt dat de neerwaartse druk op beschikbaarheid van bankfinanciering in de nabije toekomst groter zal worden en dat daarmee alternatieve bronnen van financiering belangrijker zullen worden. Er zijn mogelijkheden voor de onderneming om de continuïteit in financiering te waarborgen of op zijn minst te vergroten. Uiteraard is niet ieder alternatief geschikt voor elke onderneming.

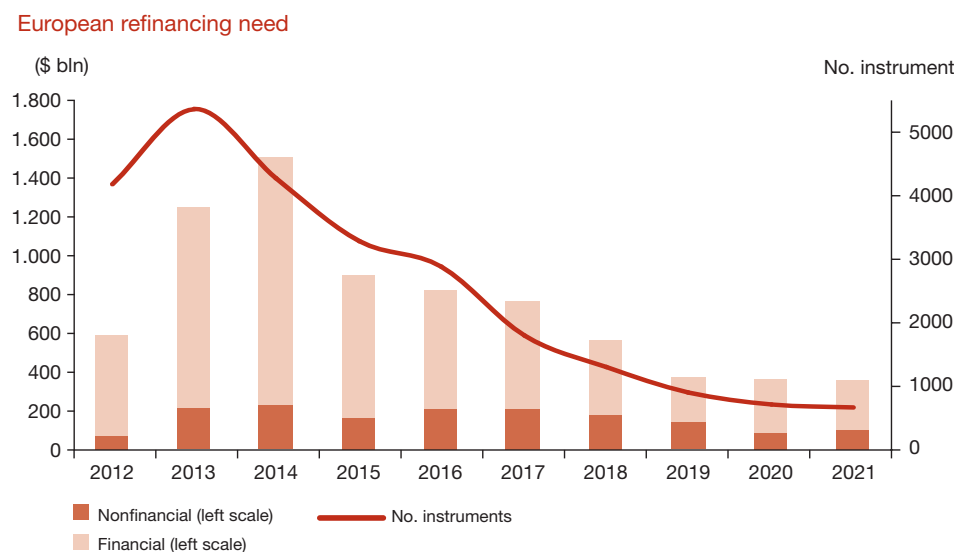
hun financieringsbehoefte traditioneel afhankelijk zijn geweest van banken. Een bank zal in de toekomst niet meer alles en iedereen kunnen of willen financieren.

Ondernemingen zullen dus op zoek moeten gaan naar alternatieve financieringsbronnen die in plaats van, óf in combinatie met bankfinanciering aangeboord kunnen worden. Ondernemingen zullen hun (her) financieringsrisico actief moeten gaan beheersen door financieringsbronnen en -looptijden te spreiden. Maar 'onbekend maakt onbemind': ondernemingen weten de juiste loketten niet altijd te vinden of zijn onbekend zijn met de spelregels van de alternatieve financieringsvormen.

### 3. Alternatieve financieringsvormen in de huidige markt

Constateren dat de bank niet alles meer zal willen of kunnen financieren is één, het op een goede manier afwegen van de juiste alternatieven is een ander verhaal. Dit begint met een inventarisatie van de alternatieven. Gedacht kan worden aan

Figuur 1. Wall of Debt



op activa gebaseerde financieringen zoals leasing en factoring waarbij de activa van de onderneming maximaal worden ingezet als onderpand voor het verkrijgen van ondernemingskrediet. Of denk aan bijvoorbeeld onderhandse leningen van institutionele beleggers. Hieronder volgt een beknopt overzicht van enkele interessante financieringsalternatieven die voorsnog relatief weinig worden ingezet door het Nederlandse bedrijfsleven.

### **Activa gebaseerde financieringen**

#### **Leasing**

Leasing is bestemd voor de financiering van kapitaalgoederen. Leasing speelt in op 'geen bezit, wel gebruik'. Uit onderzoek van het bureau Oxford Economics blijkt dat de Nederlandse leasemarkt relatief slecht scoort. Slechts 7% van de investeringen wordt hier gefinancierd met leasing tegen gemiddeld 17% elders in West-Europa. Leasing kan een interessante financieringsvorm zijn, ook doordat doorgaans geen aanvullende zekerheden vereist zijn. Op basis van de onderliggende kapitaalgoederen kunnen leasemaatschappijen tot 100% van de aanschafwaarde financieren. Banken stoppen doorgaans bij 70% of 80% bevoorschotting. Met operational leasing kan een ondernemer zijn balans verkorten en dus zijn rendement op zijn eigen vermogen vergroten. Hierbij wordt wel opgemerkt dat de International Financial Reporting Standards (IFRS) binnenkort mogelijk gaan veranderen waardoor operationele leasecontracten zichtbaar zouden kunnen worden op de balans. Op welke wijze en op welke termijn deze verandering wordt doorgevoerd is nog onzeker.

#### **Factoring**

Factoring is een flexibele vorm van financiering op basis van vlottende activa, zoals debiteuren en voorraden die het onderpand vormen. Vaak kan door factoring een hoger bedrag worden gefinancierd dan bij een bancaire rekening-courantkrediet: meestal tot 90% van het

uitstaande debiteurensaldo tegen 50% tot 60% bij een bank. De Nederlandse markt voor factoring is ongeveer € 40 mrd groot, een relatief klein bedrag op de totale markt voor bedrijfsfinanciering. Vooral snelgroeiende bedrijven en bedrijven met seizoenspatronen kunnen baat hebben bij factoring. Wel moeten bedrijven aan verschillende voorwaarden voldoen. Naast voorwaarden over omzet(verwachting) stellen factormaatschappijen aanvullende voorwaarden, zoals een goede spreiding van het aantal debiteuren. Daarnaast moet het systeem in het begin juist ingeregeld worden. Dit is een arbeidsintensief proces.

Als variant op factoring wint ook reverse factoring aan populariteit. Dit is een vorm van werkkapitaalfinanciering waarmee een onderneming haar betalingstermijn aan crediteuren kan verlengen. De factormaatschappij financiert het factuurbedrag van de betreffende leverancier voor (direct na goedkeuring van de factuur door de koper van het goed) en int deze pas bij de koper na de (verlengde) crediteurentermijn. Een win-winsituatie want de leverancier krijgt zijn geld sneller dan voorheen. Het is vooral interessant voor ondernemingen met een hoge kredietwaardigheid en met een relatief beperkt aantal leveranciers met hoge volumes. Dan is de mogelijke optimalisatie in de waardeketen het grootst.

#### **Kapitaalmarkten**

Het invullen van de financieringsbehoefte van een onderneming met behulp van de kapitaalmarkten is een veelbesproken alternatief als gevolg van de terugtrekkende banken. Zowel onderhandse plaatsingen bij institutionele beleggers als high-yield bonds winnen aan populariteit.

#### **Onderhandse leningen bij institutionele beleggers**

Door vooral Amerikaanse pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen is in de afgelopen decennia een markt ontstaan met een stabiele liquiditeit, gestandaardiseerde documentatie en veel ervaring op het gebied van kredietverlening direct

aan ondernemingen, de zogenaamde US private placements (of USPPs). Net als bij een banklening worden er bij private placements financiële convenanten gesteld en wordt er een vaste rente overeengekomen. USPPs hebben doorgaans een looptijd van 7 tot 12 jaar en hebben daarmee een langer karakter dan de bankfinancieringen in het huidige klimaat en kunnen daarmee zeer interessant zijn in het aanbrengen van een spreiding in de looptijden van de ondernemingsfinanciering. Voor private placements is overigens geen externe rating nodig. Als de onderneming zo'n traject doorlopen heeft is het voor haar relatief eenvoudig om bij herhaling deze financieringsbron aan te spreken (de zogenoemde repeat issues). Recente voorbeelden van Nederlandse ondernemingen die USPPs hebben geplaatst zijn Boskalis (€ 345 mln), Imtech (€ 325 mln in twee tranches) en FrieslandCampina (€ 400 mln). De ondergrens voor USPPs is met ongeveer USD 50 mln relatief laag.

Een voorbeeld van een Europese equivalent van de USPP is de Duitse Schuldscheindarlehen. Een Schuldschein is een privaat onderhandelde bilaterale lening naar Duits recht met vooral Duitse investeerders zoals verzekeraars en pensioenfondsen. Voordelen van het uitgeven van Schuldscheine is dat de documentatie weinig complex en gestandaardiseerd is, de looptijd flexibel en de diversificatie in de investeerders breed is. Daar komt bij dat er geen sprake is van een harde ondergrens voor de grootte van de onderhandse plaatsing.

Nu de bankliquiditeit structureel afneemt wordt ook sterk gekeken naar de Nederlandse institutionele beleggers met een appél op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid om ook een rol te spelen in kredietverlening. Desondanks

blijkt, uitzonderingen als Delta Lloyd daargelaten, van een rol op grote schaal van de Nederlandse institutionele beleggers nog lang geen sprake. Een combinatie van regelgeving omtrent liquiditeit van de activa waarin geïnvesteerd wordt en een gebrek aan kennis en kunde op het vlak van kredietanalyse en resources voor de operationele handling van kredietverlening maken het vooralsnog praktisch onhaalbaar op grote schaal direct krediet te verlenen aan Nederlandse ondernemingen.

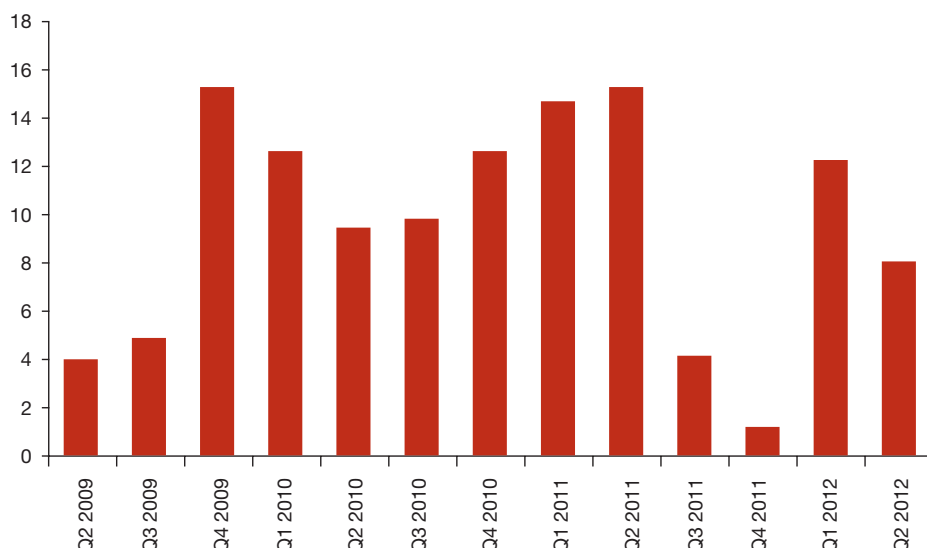
### High-yield bond

Een high-yield bond is een kapitaalmarkt-instrument dat vanaf de jaren '70 en '80 in de Verenigde Staten wordt gebruikt en door de kredietcrisis wereldwijd aan populariteit heeft gewonnen (zie figuur 2). High-yield bonds worden uitgegeven door ondernemingen met een relatief lage kredietwaardigheid (BB+ of lager), vereisen een externe rating en hebben daarom doorgaans ook een hogere (vaste) rentevergoeding. Figuur 3 geeft een vergelijking tussen high-yield bonds en USPPs. De hoge volatiliteit, zowel in pricing als in de daarmee samenhangende beschikbare liquiditeit, die veel groter is dan bijvoorbeeld de markt voor USPP, is ook typerend voor deze markt. Het is dus raadzaam om als onderneming in een vroeg stadium de eventuele voordelen van deze financieringsbron te onderzoeken, het ratingproces in gang te zetten en documentatie voor te bereiden om, wanneer de markt open is tegen aantrekkelijke voorwaarden, deze bron te kunnen aanspreken. Goede en tijdige voorbereiding en timing zijn absolute vereisten voor een succesvolle plaatsing van een high-yield bond. Nederlandse voorbeelden van recente emittenten van high-yield bonds zijn Refresco, Ziggo en Hyva.

**Figuur 2. High-yieldbondvolumes in de afgelopen drie jaar**

### HY Bonds

Value (€ bln)



**Figuur 3. Vergelijking tussen high-yield bonds en USPPs**

| Instrument                         | Bankfinanciering                                               | High-yield bond                                                                      | USPP                                                                              |
|------------------------------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Looptijd</b>                    | 3-5 jaar                                                       | 5, 7 of 10 jaar                                                                      | 3-30 jaar. Meestal 7-12 jaar                                                      |
| <b>Minimum omvang</b>              | Geen absoluut minimum                                          | € 150m, 'sweet spot' € 500m+                                                         | > €50m                                                                            |
| <b>Pricing</b>                     | EURIBOR of LIBOR + bedrijfsspecifieke rentemarge               | Vaste coupon                                                                         | Vaste coupon                                                                      |
| <b>Zekerheden</b>                  | Kan zowel gesecureerd als ongesecureerd                        | Kan zowel gesecureerd als ongesecureerd                                              | Gesecureerd                                                                       |
| <b>Documentatie</b>                | Varieert van relatief beperkt tot omvangrijk                   | Omvangrijk                                                                           | Relatief beperkt                                                                  |
| <b>Type onderneming</b>            | Banken hebben producten voor nagenoeg alle typen ondernemingen | Doorgaans subinvestment grade ondernemingen met een impliciete rating lager dan BBB- | Doorgaans investment grade ondernemingen met een impliciete rating hoger dan BBB- |
| <b>Convenanten</b>                 | Gerelateerd aan balans-, winst- en/of kasstroomratio's         | Beperkt en flexibel                                                                  | Vergelijkbaar met bankconvenanten                                                 |
| <b>Externe credit rating nodig</b> | Nee, de banken gebruiken interne-ratingmodellen                | Ja                                                                                   | Nee, alleen een interne rating vergelijkbaar met rating door bank                 |

### *Overige initiatieven*

Als gevolg van de toenemende krapte in bancaire liquiditeit wordt in toenemende mate gewerkt aan andere oplossingen om de financieringsbehoefte van ondernemingen in te kunnen vullen. Een aantal hiervan staat nog in de kinderschoenen en kan dus nog niet worden gezien als volwaardig alternatief voor bankfinanciering. Maar de trend van alternatieven is onomkeerbaar en dus is het nuttig om al in een vroeg stadium ook kennis te nemen van deze alternatieven. Immers, bij een juiste aanpak kunnen ook deze uitgroeien tot een volwassen alternatief en helpen bij een goede spreiding in de ondernemingsfinanciering en een verminderde afhankelijkheid van banken.

### *Mkb-obligatie*

In mei 2012 is de eerste Nederlandse mkb-obligatie genoteerd aan Alternext Amsterdam. Deze relatief licht gereguleerde beurs maakt het ook voor kleinere ondernemingen mogelijk om financiering te krijgen op de kapitaalmarkt zonder de nadelen die dit doorgaans met zich meebrengt in de vorm van stringente regelgeving en publicatieplicht. Het zijn voornamelijk ondernemingen die over voldoende courante activa beschikken die geschikt zijn voor de mkb-obligatie. Deze activa dienen als zekerheid voor de obligatiehouders. Deze financieringsvorm heeft veel potentie, zeker bij een verregaande mate van standaardisatie, zoals in Duitsland al jaren het geval is. Een vergelijkbaar initiatief is de Nederlandse Participatie Exchange (NPEX). Ook hier wordt gewerkt aan een open platform dat de financieringsbehoefte van Nederlandse ondernemingen probeert te koppelen aan beschikbare liquiditeiten bij beleggers.

### *Kredietfondsinitiatieven*

Op grote schaal worden vooral in het Verenigd Koninkrijk, maar langzaamaan ook in Nederland fondsen opgezet (senior credit funds) om het gat dat banken laten vooral voor langeretermijnfinancieringen te vullen. Recentelijk mengen ook

private-equityfondsen zich actief in deze markt van kredietverlening, naast de al bestaande fondsen voor het verstrekken van eigen vermogen. Deze credit funds bieden financieringen aan met looptijden van vijf tot zeven jaar (maar géén kortewerkkapitaalfinanciering) veelal in combinatie met banken. Voordeel van deze credit funds is dat zij weliswaar een harde minimale rendementseis hebben voor de financiering, maar geen eisen stellen aan het verlenen van andere diensten aan de onderneming zoals betalingsverkeer of treasuryoplossingen. De deelnemende bank(en) kunnen deze blijven verzorgen, maar hoeven niet meer alle financiering te verstrekken.

## **4. Conclusie**

In de huidige marktomstandigheden is het voor elke onderneming zeer belangrijk niet langer uitsluitend te vertrouwen op de traditionele financiering van de huisbankier(s). Ondanks dat banken nog steeds de voornaamste bron van financiering zijn voor Nederlandse ondernemingen, doen ondernemingen er goed aan tijdig alternatieve financieringsbronnen te onderzoeken en vervolgens actief te diversifiëren tussen deze financieringsbronnen. Ook een spreiding van looptijden van de financieringen is van groot belang in de huidige markt om het (her) financieringsrisico te beperken. Door hier tijdig mee te beginnen en door een gedegen voorbereiding vergroot de onderneming de controle over haar eigen financiering en komt een ononderbroken financiering dichterbij.

### **Advies voor de onderneming – hoe waarborgt u de continuïteit van uw ondernemingsfinanciering?**

#### **1. Start op tijd.**

Begin tijdig en bereid u grondig voor zodat u controle houdt over het (her)financieringsproces. Wees u bewust van de structurele druk op bancaire liquiditeit.

#### **2. Analyseer de verschillende financieringsbronnen.**

Onderzoek de kenmerken, voor- en nadelen van de verschillende financieringsvormen die voor uw onderneming beschikbaar zijn naast de reguliere bankfinanciering.

#### **3. Zorg dat de rollen tussen de verschillende financiers duidelijk zijn.**

Zorg dat de capaciteiten en toegevoegde waarde van elke financier op het vlak van de diverse typen side business duidelijk zijn.

#### **4. Onderhoud de relaties met uw financiers maar ook met andere partijen.**

Laat een open dialoog tussen u en uw financiers plaatsvinden en investeer naast de bestaande relaties ook in de relatie met financiers waar u op dit moment geen zaken mee doet. De kern relatiebanken moeten de langetermijnplannen van uw onderneming ondersteunen. Vergewis u ervan dat uw onderneming binnen de strategische focus van een financier past om verrassingen te voorkomen van zich terugtrekkende financiers.

#### **5. Houd de liquiditeitspositie continu goed in de gaten.**

Liquiditeit is cruciaal: monitor uw liquiditeitspositie op continue basis en monitor welke loketten er voor u beschikbaar zijn in de markt. Niet-bancaire liquiditeit is volatiel: loketten openen en sluiten in een hoog tempo.

#### **6. De informatie moet actueel zijn.**

Informatie over de onderneming moet volledig zijn en presentaties voor financiers moeten bij voorkeur continu up-to-date zijn. Zo kunt u op elk moment met relatief weinig tijd en inspanning de financieringsmarkt op wanneer er kansen zijn.

#### **7. Manage uw risico.**

Als langetermijncashflowprojecties beschikbaar zijn kunt u een actueel beeld van uw onderneming in verschillende scenario's laten zien. Zorg voor een volledige risicorapportage met mitiganten en neem van tevoren beslissingen over de mogelijke acties die u kunt nemen wanneer zaken niet gaan zoals gepland (bijvoorbeeld uitstellen van bepaalde investeringen).

#### **8. Diversifieer uw financieringsbronnen en looptijden.**

Creëer de optimale mix in financiering, zowel qua bronnen als qua looptijden. Koester uw kern van relatiebanken, maar vermijd een afhankelijke positie ten opzichte van één specifieke financier of financieringsbron.

#### **9. Communiceer adequaat.**

Betrek uw bankrelaties al vroegtijdig in het proces en onderhoud een continue dialoog wanneer u een (her)financieringstraject wilt opstarten. Zorg ervoor dat de informatie duidelijk en compleet is en dat de rapportage-eisen beschikbaar zijn.