

Bazel III dwingt cfo's creatief te worden

Vreemd toch: de kranten staan bol van wat de kredietcrisis gaat betekenen voor de banken. Vergroten van het buffervermogen, risicovolle leningen verminderen, meestal beide. Kortom: de-leveraging. Verbazend weinig wordt er geschreven over de impact van die operatie voor ondernemingen. Cfo's moeten uit andere vaatjes tappen.

TEKST: BERT BAKKER | BEELD: SIMONE VAN ES

Ja, we lezen dat het midden- en kleinbedrijf toenemend moeite heeft om investeringen ge(her)financierd te krijgen. Maar met een ondertoon alsof dat wel weer overwaait zodra de vertrouwenscrisis in de bankenwereld is opgelost. Een misvatting! Net als het idee dat dit alleen het mkb zou aangaan.

De essentie van Bazel III, een set eisen van bancaire toezichthouders waarvan de effecten in de komende jaren merkbaar zullen worden, is immers dat die buffervermogens als percentage van het balanstotaal structureel omhoog moeten.

Volgens sommige schattingen zouden Europese financiële instellingen leningen ter waarde van ruim achthonderd miljard euro moeten schrappen van hun balansen om aan de Bazelse ratio's te voldoen. De traditionele rol van banken als doorgeefloket van geld wordt onvermijdelijk kleiner. De intermediatie zoals die altijd via de bankbalans werd gedaan, zal in de toekomst voor een flink deel via andere routes moeten gebeuren. Want de behoefte van beleggers om te beleggen en van ondernemingen om te investeren neemt niet af, althans niet door Bazel III.

'DISINTERMEDIATIE'

Hoe Bazel III straks gaat uitwerken is nu al te zien bij een paar banken waar disintermediatie noodgedwongen al eerder begon. Bij RBS bijvoorbeeld. Jan de Ruiter, country executive van RBS Nederland, de voormalige zakenbanktak van ABN Amro, schetste in een interview in het novembernummer van B&E, maandblad van Nibe-Svv, hoe een reorganisatie die in gang

'IK HEB ELKE ZES WEKEN OVERLEG MET ONZE CONTROLEREND ACCOUNTANT. HUN COMFORT LETTERS ZIJN BELANGRIJK.'

was gezet nadat de Britse overheid de bank in 2008 met kapitaalinjecties had moeten redden, uitpakte voor de bank en haar klanten: 'Handel voor eigen rekening, maar ook constructies waarin bankkapitaal voor lange tijd vastligt, denk aan vastgoedfinancieringen, moesten we terugbrengen. In goed overleg geven we aan dat we niet kunnen meedoen aan herfinancieringen. Zo is de Nederlandse leningenportefeuille in drie jaar met ongeveer twintig procent teruggelopen.' En even verder zet De Ruiter uiteen hoe hij zich het *corporate* en *investment banking*-landschap in de nabije toekomst voorstelt: 'Zeer waarschijnlijk zal een disintermediatieproces op gang komen waarbij banken kredietvrager en kredietgever rechtstreeks met elkaar in contact brengen. Bijvoorbeeld via de obligatiemarkt of de markt voor onderhandse leningen, de zogeheten *private placements*.'

LEASEPLAN

Alles wijst er dus op dat op de vindingrijkheid van financiële topmensen van bedrijven een fors beroep zal worden gedaan. De tijden waarin een cfo in een *one-on-one* met zijn huisbankier - of met een geleendheidsconsortium van enkele banken - 'even' de verlen-



GUUS STOELINGA: 'JE BENT EIGENLIJK CONTINU OP ROADSHOW.'

ging van een bestaand arrangement regelde, lijken voorbij. De financieel manager zal moeten leren uit andere vaatjes te tappen.

Een cfo die daarmee ervaring heeft - in eerste instantie door de crisis van 2008 gedwongen - is Guus Stoelinga. Hij is bij Leaseplan Corporation in Almere verantwoordelijk voor de financiering van een 'vloot' van 1,3 miljoen auto's wereldwijd. Per 30 juni 2011 leidde dat tot een balanstotaal van 18,3 miljard euro. Sinds ABN Amro de onderneming in 2004 verkocht, beschikt Leaseplan Corporation officieel over een eigen bankvergunning van De Nederlandsche Bank. Een fors deel van de balans was daarna gefinancierd in de interbancaire markt, maar relatief kortlopend. Dat ging goed tót in het najaar van 2008 de val van Lehman Brothers roet in het eten gooide. De interbancaire markt droogde op en Leaseplan kwam acuut voor een herfinancieringsprobleem te staan. De autoleaseonderneming was genoodzaakt bij het ministerie van Financiën aan te kloppen om - als eerste Nederlandse bank - gebruik te maken van de mogelijkheid om met een overheidsgarantie de markt op te gaan en het ontstane funding-gat op te vullen. "Die gebeurtenis", zegt Stoelinga terugkijkend, "heeft ons echt wakker gemaakt. We dachten: dit zal ons niet nog een keer gebeuren".

RECHTSTREEKS VAN PARTICULIEREN

Meteen werd een programma gestart om funding-risico's te spreiden en zo de afhankelijkheid van andere banken als financieringsbron te verminderen. Het meest opvallend in dat diversificatieprogramma was Stoelinga's initiatief om geld rechtstreeks van particu-

MINDER ALTERNATIEVEN VOOR HET MKB

Dat bedrijven stukje bij beetje de wegen beginnen te vinden om aan vreemd vermogen te komen dat niet door de bank zelf wordt verstrekt, wordt ook als trend opgemerkt in de jaarlijks verschijnende 'Orchard Finance Monitor'. Orchard Finance is een adviesbureau in Maarssen - onder directie van Rens Koster en Rolf Michon - dat ondernemingen bijstaat bij financieringsvraagstukken.

Michon: "Het is evident dat financieringsvraagstukken tegenwoordig hoger op de agenda's staan bij raden van bestuur. En het aantal bedrijven dat voor vreemd vermogen naar de kapitaalmarkt gaat, groeit inderdaad. Toch is die groei relatief beperkt. Een paar jaar geleden waren twintig Nederlandse bedrijven daarmee bezig, nu misschien dertig of veertig. Naast Van Oord deden ook de genoteerde ondernemingen Arcadis, Fugro en Imtech recentelijk plaatsingen in de USPP."

Maar volgens de financieringsadviseur staat de openbare en onderhandse kapitaalmarkt in feite alleen open voor de grootste bedrijven.

"Voor beleggers zit het probleem in de inschatting van de kredietwaardigheid van een onderneming. De kredietwaardigheid van een grote onderneming is beter in te schatten, en hij is bovendien veel stabielere dan die van een kleinere onderneming. Institutionele beleggers investeren wel in research, maar willen gedurende de looptijd van een lening geen actieve betrokkenheid bij gefinancierde ondernemingen."

Michon gelooft daarom dat banken, ook voor het grotere mkb, voorlopig het meest efficiënte doorgeefluik zijn van spaar- en beleggingsgeld.

'De stabiliteit van het kredietprofiel speelt een grote rol. Banken kunnen kredieten structureren, monitoren en waar nodig ingrijpen en bijsturen. Beleggers zijn daarvoor niet uitgerust.' De enkele 'kleinere' onderneming die naar de kapitaalmarkt kan, zegt hij, is een semi-monopolist - zoals onlangs het waterbedrijf Vitens.

Zo gezien zijn er in Nederland op z'n best enkele honderden ondernemingen die in aanmerking komen voor rechtstreekse toegang tot de kapitaalmarkt. Securitatisatie ziet Michon als een tussenoplossing, nu funding van banken problematisch is. "Banken promoten dit nu zelf."

Grote ondernemingen hebben de schaal om hun eigen securitatisatie spv's (special purpose vehicles) op te richten. Kleinere gebruiken spv's van de banken. Michon: "Het werkt zo: de onderneming verkoopt zijn handelsvordering aan zo'n spv, die zelf in de kapitaalmarkt funding zoekt. Maar dan wel met liquiditeitsgarantie van de bank. De rol van de bank blijft dus beperkt tot het structureren en het garanderen van de liquiditeit. Onder Bazel III wordt zo minder beslag op het buffervermogen gelegd."

lieren te lenen: "We besloten een internetspaarbank te beginnen waarvan het loket alleen open gaat op het moment dat we geld nodig hebben. Dat heeft goed gewerkt; op die manier hebben we inmiddels ruim 1,9 miljard euro aan spaardeposito's opgehaald." Natuurlijk geeft Stoelinga toe dat tappen uit het vaatje van die particuliere spaarmarkt geen optie is voor niet-bancaire ondernemingen. Maar dat was ook niet het enige onderdeel van de nieuwe fundingstrategie. Leaseplan intensiverde ook het uitgeven van gesecuritiseerd schuldpapier - met een AAA-rating dankzij auto's als onderpand - en de plaatsing daarvan bij een groep grote institutionele beleggers.

ARJAN VAN DE KERK: 'BIJ INSTITUTIONELE BELEGGER LIJKT DE EIGEN FRONT OFFICE EN ALLE IN-HUISEXPERTISE GROTENDEELS VERDWENEN.'



FORMALITEITEN

Inmiddels is de helft van de balans via nieuwe, innovatieve manieren gefinancierd en ongeveer vijftien procent via securitisaties. Stoelinga: "Daarvoor moet je overigens wel in Amerika zijn. Om een of andere reden zit de interesse voor zulke *private placements* vooral in de VS. Anders dan in Europa is die zogeheten USPP-markt daar heel goed ontwikkeld."

Stoelinga beseft overigens dat het voor kleinere ondernemingen niet realistisch is om via die route aan geld te komen: "Niet alleen moet je zorgen dat je credit ratings krijgt, je moet je ook door een berg toezicht-houdersformaliteiten heen werken. En als je aan die *fulfilment* hebt voldaan, moet je bereid zijn voortdurend en intensief te communiceren met analisten; ook als je even geen geld nodig hebt. Je bent eigenlijk continu op *roadshow*."

Maar eenmaal aan die voorwaarden voldaan, acht de cfo van Leaseplan de USPP-markt een zeer aantrekkelijk alternatief waar je snel aanzienlijke bedragen kunt ophalen. En tegen een relatief gunstige prijs, want beleggers zien sommige *corporates* tegenwoordig als meer kredietwaardig dan banken. Maar: zorgen dat beleggers correcte informatie krijgen, is cruciaal, meent Stoelinga. "Ook daarom heb ik elke zes weken overleg met onze controlerend accountant. Hun *Comfort Letters* zijn belangrijk."

VAN OORD

Een eigen spaarbank openen is een spannend voorbeeld van *out-of-the-box*-denken over alternatieven voor bancaire financiering. Maar zoals al opgemerkt: niet toepasbaar voor cfo's van 'gewone' *corporates*. Toch ontslaat dat hen niet van de plicht na te denken over de

diverse mogelijkheden die openstaan voor hun onderneming. Als die is gefinancierd door een kleine groep banken en één of twee willen (of moeten) zich uit zo'n consortium terugtrekken, staat de cfo met de rug tegen de muur. Stoelinga zegt te betwijfelen of dat 'pro-actief nadenken' bij de doorsnee cfo al is begonnen.

Wellicht is dat zo, maar als hij gelijk heeft dan lijkt Arjan van de Kerk, cfo bij Van Oord Dredging and Marine Contractors BV uit Rotterdam, toch een uitzondering. Van Oord is bij uitstek een kapitaalintensieve onderneming. Van het balanstotaal van 2,3 miljard euro zit 1,6 miljard 'vast' in schepen die overal ter wereld worden ingezet voor de bouw van havens of andere grote constructies op de grens van land en zee; zoals het befaamde Palmeiland in Dubai.

PIEK VOORZIEN

Van de Kerk: "We zijn financieel wel een sterke onderneming, met zo'n dertig procent eigen vermogen, maar ook wij merken dat banken sinds 2007 proberen hun risico's te beperken. Makkelijk lenen is er niet meer bij. Banken zijn selectiever en de termijnen waarop consortia financiering verschaffen worden korter." Relatief vroegtijdig begon Van de Kerk al te werken aan het spreiden van de financieringsmix. "Voor een groot deel zijn onze vaste activa, de schepen dus, gefinancierd met langlopende leningen. Daarnaast werken we met projectfinancieringen. Maar omdat we voor 2012 een piek in herfinancieringen bij corporates voorzagen, zijn we alvast begonnen extra inspanning te stoppen in het aantrekken van geld op de Amerikaanse US Private Placements Markt." Van Oord was daar al sinds 2004 actief.

INVESTOR RELATIONS

De ervaringen van de baggeronderneming met die route lijken erg op die van Leaseplan: eerst moet een forse investering gedaan worden in investor relations. Van de Kerk: "Het is belangrijk een groep beleggers te vinden die jouw bedrijfstak snappen, inclusief de specifieke risico's. Je moet dus veel communiceren."

Maar de voordelen zijn aanzienlijk. De USPP-markt is niet alleen heel goed ontwikkeld, maar bovendien behoorlijk liquide. Van de Kerk: "Hoewel het om *private placements* gaat, dus onderhandse, niet genoteerde leningen, worden ze tussen beleggers wel onderling verhandeld. Voor die beleggers een belangrijke vorm van risicoreductie."

Van Oords cfo noemt het vreemd en 'jammer' dat dit type beleggers op het Europese vasteland amper meer bestaat. "Het lijkt erop dat sinds pensioenfondsen en andere institutionele beleggers hun beleggingsportefeuilles gingen uitbesteden aan externe vermogensbeheerders, de eigen front office en alle in-huis expertise om actief in onderhandse leningen te beleggen, grotendeels is verdwenen. In de Verenigde Staten is die kennis wel intact gebleven. Maar wie weet komt dat, nu banken zich moeten terugtrekken, ook in Europa weer terug." □