

Financiering:

HOE TRANSPARANT IS DE FINANCIERING VAN NEDERLANDSE BEURSGENOTEERDE ONDERNEMINGEN?

De kredietcrisis heeft de financiering en bijbehorende risico's van ondernemingen weer in het middelpunt van de belangstelling geplaatst. Vanuit aandeelhouders, regelgevers en brancheorganisaties zijn er recentelijk verschillende initiatieven genomen om de transparantie hieromtrent te verbeteren. Tijd om na te gaan hoe het op dit moment is gesteld met de transparantie van financiering.

Rolf Michon en Nicolai Knop: Na een korte samenvatting van recente initiatieven, volgt een overzicht van de huidige praktijk bij de Nederlandse beursfondsen, waarbij wij ons specifiek richten op de wijze waarop de financiële convenanten, het aflossingsprofiel en het financieringsbeleid door deze ondernemingen in het jaarverslag worden toegelicht. We sluiten af met een samenvatting en aanbevelingen om de transparantie van de financiering en het beleid te verbeteren.

Recente initiatieven

Het verhoogd risicobesef als gevolg van de kredietcrisis resulteert in een toenemende behoefte om risico's eerder te signaleren en beter te beheersen.

NIVRA en NOvAA, verenigd in de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants, hebben in november 2010 een plan van aanpak gepresenteerd getiteld 'Lessen uit de kredietcrisis', waarmee de zogenaamde poortwachterfunctie moet worden verbreed. Dit plan vormt een reactie op kritiek op het accountantsberoep vanuit onder meer de Commissie De Wit en de Europese Commissie, die in oktober 2010 de green paper 'Audit Policy, lessons from the crisis' heeft gepubliceerd.

Maatregelen die in dit plan van aanpak staan genoemd, richten zich mede op de toekomstparagraaf en de controleverklaring van de accountant. De toekomstparagraaf in het jaarverslag moet verplicht informatie bevatten betreffende onder andere toekomstige financieringsbehoefte en financiering, bankconvenanten en toekomstige cashflows. De controleverklaring moet een verplichte toelichtende paragraaf bevatten over onder andere risicobeheersing, financiering en continuïteit.

Ook van de kant van de institutionele en particuliere aandeelhouders zijn eind 2010 speerpuntenbrieven verstuurd richting beursfondsen, waarin nadrukkelijk de financiering van Nederlandse beursfondsen onder de aandacht wordt gebracht. Eumedion, belangenbehartiger van institutionele beleggers, wenst 'meer transparantie van de financiële strategie van de onderneming, zoals het dividendbeleid, naar welke kapitaalstructuur de onderneming op lange termijn wil groeien, wat het beleid is ten aanzien van inkoop van eigen aandelen en inzicht in de financiële ratio's waaraan de onderneming vanuit kredietovereenkomsten moet voldoen'. De vertegenwoordiger van de particuliere beleggers, de VEB, vermeldt het volgende in haar brief: 'De VEB verzoekt u bovendien de financiële randvoorwaarden van de strategieën (zoals solvabiliteit en rentedekking) duidelijk en cijfermatig in het jaarverslag weer te geven. Ook moeten overeengekomen financieringsafspraken met de banken (convenanten) in het jaarverslag worden vermeld net als de beoogde kapitaalstructuur.'

Praktijk bij Nederlandse beursfondsen

Voor alle in de AEX, AMX en AScX opgenomen ondernemingen (uitgezonderd financiële instellingen en beleggingsfondsen) zijn we nagegaan in welke mate deze ondernemingen, op basis van het jaarverslag 2009, transparant zijn met betrekking tot de financiering.

Financiële convenanten

Inzicht in de ruimte die een onderneming heeft ten opzichte van de met de financiers afgesproken financiële convenanten, is cruciaal voor beleggers.

	Total	AEX	AMS	AScX
No Financial covenants	19	10	0	9
1 financial covenant	10	5	5	0
2 financial covenants	14	2	9	3
3 financial covenants	12	1	5	6
4 financial covenants	3	2	1	0
Total number of companies	58	20	20	18
No of companies with covenants	39	10	20	9
Number of covenants	86	20	42	24
Average per company	2,2x	2,0x	2,1x	2,7x

Tabel 1. Het aantal convenanten per onderneming

Indien de markt informatie opvangt over mogelijke convenantproblemen, heeft dit doorgaans een groot negatief effect op de aandelenkoers.¹ Convenantproblemen resulteren in opeisbaarheid van de financiering. Banken grijpen dit aan om hun positie te versterken ten koste van de aandeelhouders (denk bijvoorbeeld aan extra provisies en hogere marges).

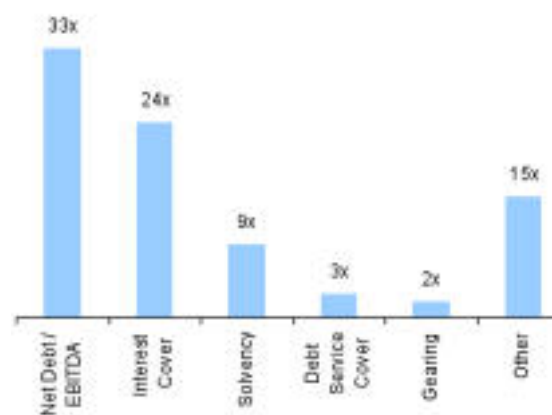
Tabel 1 geeft een overzicht van het aantal door ondernemingen vermelde convenanten. Van de 58 onderzochte ondernemingen vermelden er 39 dat zij vanuit kredietovereenkomsten aan specifieke financiële ratio's moeten voldoen, zoals een verhouding tussen de netto rentedragende schuld en het bedrijfsresultaat voor afschrijving en amortisatie.

Tien AEX-fondsen en negen AScX-fondsen vermelden geen financiële convenanten. Vermelden ze geen convenanten omdat ze er niet zijn, of hebben ze wel convenanten, maar worden ze in het jaarverslag niet vermeld? Bij de meeste ondernemingen zal sprake zijn van de eerste reden. Het merendeel van de tien AEX-fondsen die geen convenanten vermelden, waaronder Shell en Unilever, zijn in staat financiering aan te trekken zonder financiële convenanten. Ze zijn hiertoe in staat vanwege hun zeer hoge kredietwaardigheid. Het merendeel van de negen AScX-fondsen die geen convenanten vermelden, waaronder Exact en Fornix, heeft geen convenanten, omdat ze geen bankschulden hebben. Op basis van bovenstaande kenmerken en onze praktijkervaring schatten wij in dat er circa vijf ondernemingen zijn die wel convenanten hebben, maar deze niet vermelden in het jaarverslag.

Figuur 1 geeft een overzicht van de gebruikte convenanten. De AEX-fondsen die convenanten vermelden hebben gemiddeld twee convenanten,

voor de AScX-fondsen loopt dit gemiddelde op tot bijna drie convenanten. De meest gebruikte convenanten zijn de verhouding tussen de rentedragende schuld en het bedrijfsresultaat voor afschrijving en amortisatie en de rentedekking. Deze twee kasstroomratio's worden op ruime afstand gevolgd door de solvabiliteit.

Van de 39 ondernemingen die convenanten vermelden, zijn er 26 die voor alle financiële ratio's, die met de financier zijn overeengekomen, de minimaal of maximaal overeengekomen waarde en de gerealiseerde waarde op rapportagemoment vermelden. Dit laatste is een belangrijk aspect, omdat convenanten doorgaans dermate specifiek gedefinieerd zijn, dat de berekening van het convenant niet eenvoudig uit de jaarrekening is af te leiden. Vijf ondernemingen vermelden de gerealiseerde waarde niet. De resterende acht bedrijven hebben een middenpositie, waarbij zij niet voor al hun convenan-



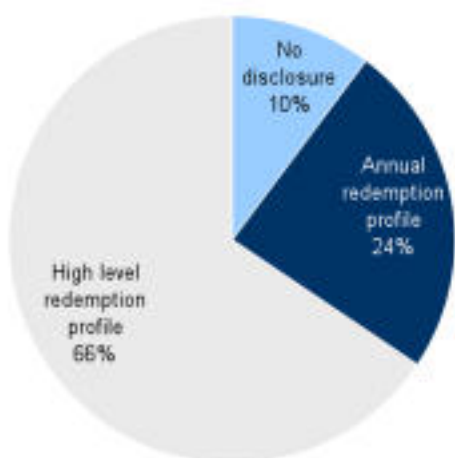
Figuur 1. De gebruikte convenanten

ten volledig de overeengekomen en/of gerealiseerde waarde rapporteren.

Concluderend is er op het gebied van de convenanten enige ruimte voor verbetering. De ondernemingen die convenanten hebben, kunnen vollediger zijn in de rapportage van de overeengekomen en gerealiseerde waarden. De ondernemingen die geen covenant rapporteren, kunnen duidelijker aangeven wat hiervoor de achterliggende reden is.

Het aflossingsprofiel

Inzicht in aflossingsverplichtingen vormt cruciale informatie om te kunnen beoordelen of er sprake is van een herfinancieringsrisico. Grote aflossingsverplichtingen op korte termijn kunnen een negatief effect hebben op de voorwaarden en de omvang van de beschikbare herfinanciering. De onderneming heeft dan niet de tijd om bijvoorbeeld te wachten op een verbetering van de financieringsmarkt², of om op zoek te gaan naar alternatieven.



Figuur 2. Toelichting van het aflossingsprofiel van rentedragende schulden

Figuur 2 geeft een overzicht van de wijze waarop ondernemingen het aflossingsprofiel van hun rentedragende schulden toelichten. Slechts 24% van de onderzochte ondernemingen geeft in 2009 een overzicht van alle aflossingsverplichtingen op jaarlijkse basis. Twee derde houdt het op een hoger abstractieniveau, waarbij de aflossingsverplichtingen over meerdere jaren worden samengevoegd, bijvoorbeeld een overzicht van de aflossingsverplichtingen tussen 1 en 5 jaar. De laatste 10 procent geeft geen enkel inzicht.

Concluderend is er op het punt van de aflos-

singsverplichtingen veel ruimte voor verbetering. Ondernemingen zouden een overzicht moeten geven van hun aflossingsverplichtingen uitgesplitst per jaar.

Het financieringsbeleid

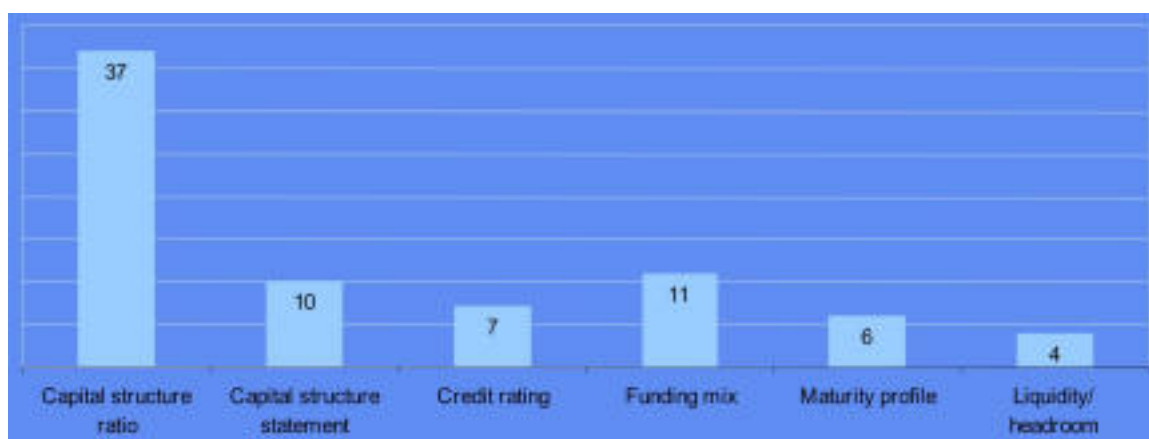
Naast de door de banken opgelegde financiële convenanten en de daadwerkelijke aflossingsverplichtingen is het de vraag naar welke vermogensstructuur en welk aflossingsprofiel de onderneming vanuit het financieringsbeleid streeft. Wij hebben de jaarverslagen onderzocht op doelstellingen voor alle mogelijke elementen van een financieringsbeleid. Het aantal gevonden doelstellingen is weergegeven in figuur 3.

De beoogde vermogensstructuur komt als best toegelichte onderdeel naar voren: van de 58 ondernemingen melden 37 een concrete ratio waaraan hun vermogensstructuur moet voldoen. Nog 10 andere noemen een kwalitatieve doelstelling. De gevonden kwalitatieve doelstellingen zijn vaak niet concreet, zoals 'maintaining an efficient but conservative capital structure'. Een paar kwalitatieve doelstellingen zijn specifiek, zoals 'the capital structure should be targeted towards an investment grade profile'.

Ook de score op het element credit rating is hoog. Van de 58 ondernemingen vermelden er 11 dat zij beschikken over een of meer externe credit ratings (het betreft uitsluitend AEX-fondsen). Van deze 11 noemen 7 de credit rating waar zij naar streven.

Over de andere elementen van het financieringsbeleid zijn nauwelijks concrete doelstellingen te vinden in de jaarverslagen. De gevonden doelstellingen zijn erg algemeen van aard en benadrukken veelal de toegang tot de kapitaalmarkt. Voorbeelden van de schaarse, specifiekere doelstellingen zijn: 'explore innovative fundings for Public-Private-Partnerships' of 'off-balance sheet constructions are avoided'.

Op de belangrijke aspecten aflossingsverplichtingen en liquiditeitspositie worden respectievelijk slechts 6 en 4 min of meer concrete doelstellingen gevonden. Reed Elsevier geeft een zeer goed voorbeeld van een concrete doelstelling ten aanzien van aflossingsverplichtingen: 'Policy requires that no more than \$ 1.5 billion of term debt issues should mature in any 12 month period. In addition, minimum levels of borrowings with maturities over three and five years are specified, depending on the level of net debt.' Wolters Kluwer geeft een uitstekend voorbeeld van een concrete liquiditeitsdoel-



Figuur 3. Doelstelling van het financieringsbeleid

stelling: ‘The Group has established the following minimum requirements: Minimum headroom of € 500 million (sum of unused committed credit facilities, cash and cash equivalent, and (receivable) derivative instruments, minus other short-term loans, deferred (short-term) acquisition payments, (current payable) derivative financial instruments, and bank overdrafts)... The headroom was € 812 million at year-end 2009 (2008: € 588 million).’

Concluderend is er ook op het gebied van de toelichting van het financieringsbeleid in het jaarverslag ruimte voor verbetering.

Samenvatting en aanbevelingen

De kredietcrisis heeft de financiering en bijbehorende risico's van ondernemingen weer in het middelpunt van de belangstelling gezet. Vanuit aandeelhouders, regelgevers en brancheorganisaties zijn er recentelijk verschillende initiatieven genomen om de transparantie hieromtrent te verbeteren.

Dit artikel beschrijft de huidige stand van zaken met betrekking tot transparantie van financiering bij Nederlandse beursfondsen, waarbij specifiek de onderwerpen financiële convenanten, het aflossingsprofiel en het financieringsbeleid nader in kaart zijn gebracht. Ten aanzien van deze drie elementen zien wij ruimte voor verbetering. Dit brengt ons tot de volgende aanbevelingen.

Voor de beschrijving van de bestaande financiering is het van belang om een volledige toelichting te geven op de financiële convenanten. Denk hierbij specifiek aan de gehanteerde definities, afgesproken normwaarden (bijvoorbeeld een solvabiliteit van minimaal 30%) en gerealiseerde waarden. Ook dient een gedetailleerd overzicht van de jaarlijkse aflos-

singsverplichtingen te worden opgenomen voor de komende vijf jaar. Beide elementen geven een vroeger indicatie van financieringsrisico's.

Voor de toekomstige ontwikkeling van de financiering is het van belang dat de onderneming in haar financieringsbeleid een aantal essentiële doelstellingen formuleert. De eerste doelstelling betreft de beoogde kapitaalstructuur inclusief de financiële ratio's waarop wordt gestuurd. Indien van toepassing kan dit eventueel worden aangevuld met een beoogde credit rating. Ten tweede dient het beleid inzicht te geven in de gewenste liquiditeitspositie (inclusief beschikbare ruimte onder gecommitteerde kredietfaciliteiten). In het verlengde hiervan dient het beleid ook inzicht te geven in het gewenste aflossingsprofiel van de financiering. Dit geeft een indicatie voor het aflossingspatroon waarnaar wordt gestreefd en daarmee toekomstige herfinancieringsrisico's. Het voldoen aan bovenstaande aanbevelingen is een voorwaarde om te komen tot een integrale afweging van het risico-rendementsprofiel van een onderneming.

Noten

1. De meest extreme koersreactie op convenantproblemen in 2009 betrof Wavin met een negatieve koersreactie van 25,4% tegen een koersstijging van 5,1% voor de AEX op de betreffende dag,
2. In de financieringsmarkt wordt gesproken over een 'wall of debt', die veroorzaakt wordt door een concentratie van financieringen die in 2012 moeten worden afgelost. 2012 wordt om deze reden gezien als een slechte periode om te herfinancieren.

Ir. R.H.L. Michon MFE (Rolf) en drs. N.G. Knop (Nicolai) zijn actief in de financieringspraktijk van Orchard Finance Consultants. De data uit dit artikel zijn afkomstig uit de Orchard Finance Monitor.