



DE VOLGENDE FASE,
HOE FINANCIER JE
GROEI?

De volgende fase, hoe financier je groei?

April 2019

Een jaar geleden heeft Lindenaar & Co Meile Salverda aangetrokken om de Debt Advisory praktijk verder uit te bouwen. Gedurende deze periode hebben wij naast onze M&A dienstverlening diverse klanten aan een toekomstbestendige financieringsstructuur geholpen. We kijken dan ook tevreden terug op de Debt Advisory deals in 2018. Maar wat is ons opgevallen in de gesprekken met ondernemers en bestuurders over financiering?

Door de economische crisis zijn banken conservatiever geworden. Maar ondanks de strengere richtlijnen omtrent financiering, enerzijds ingegeven door de regelgeving anderzijds door intern risicomanagement, is er meer mogelijk dan vaak gedacht wordt. Toch ervaren veel groeiende ondernemingen problemen bij het financieren van groei. In de media worden alternatieve vormen van vreemd vermogen vaak aangehaald als dé oplossing voor de financieringsbehoefte die banken niet meer willen financieren. Maar welke vormen van financiering zijn er voor het midden- en grootbedrijf in Nederland nu echt beschikbaar en wat zijn de voor- en nadelen?

In deze nieuwsbrief richten we ons op de problematiek rondom de financiering van groeiende bedrijven. Vervolgens gaan we dieper in op verschillende vormen van vreemd vermogen met de daar bijbehorende mogelijkheden en risico's.

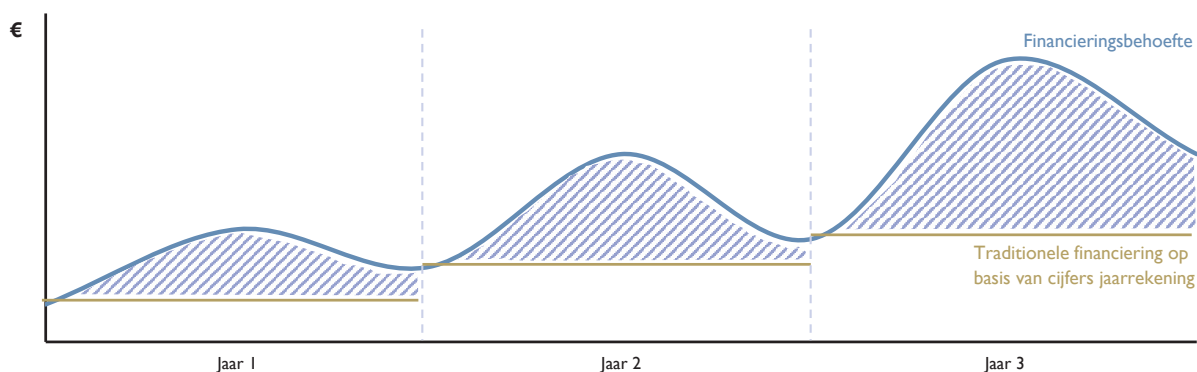
1. Financieringsvraagstuk

Normaliter kent een onderneming na de start-up fase een periode van sterke groei en wordt geclassificeerd als een scale-up. Het zijn ondernemingen die gedurende drie jaar 20% in omzet of personeel groeien en deze periode gestart zijn met meer dan tien werknemers (FD, 2017). Snelgroeiende partijen hebben vaak moeite om voldoende financiering op te halen. In de ervaring van Lindenaar & Co zijn er ook tal van scale-ups met meer dan €50 miljoen omzet welke geen gehoor lijken te vinden bij banken. Doordat de kosten voor de baten uitgaan, zoals het aannemen van extra mensen voor toekomstige omzetgroei, hebben scale-ups een grote behoefte aan financiering en drukken deze kosten de winstgevendheid. In de discussie met traditionele financiers (lees: banken) blijkt het voor dergelijke scale-ups doorgaans lastig om de onderliggende winstgevendheid en het cashflow genererend vermogen duidelijk over de Bühne te brengen. Deze snelgroeiende ondernemingen zijn zodoende veelal afhankelijk van risicokapitaal van externe investeerders of moeten hun groei temperen.

De onderstaande grafiek toont de problematiek waarmee snel groeiende bedrijven met een seizoenspatroon te maken hebben. Traditionele financiers bepalen het risicoprofiel van de onderneming op basis van de gerealiseerde resultaten (lees: de laatste goedgekeurde jaarrekening). Ondanks dat financiers zeggen graag groei te financieren, zijn de financieringsopties beperkt, de rente-opslag hoog en vragen zij strakke covenants. De aangeboden financiering en benodigde funding voor de noodzakelijke investeringen in groei sluiten hierdoor niet op elkaar aan.

Figuur 1 Voorbeeld mismatch seizoensgebonden financieringsbehoefte

De traditioneel aangeboden financiering gebaseerd op het verleden, remt de groei door het gebrek aan voldoende financiering



1.1. Passende financiering

Veel ondernemingen proberen zelf een groeifinanciering op te halen bij hun bank. Te vaak resulteert dit niet in een optimale en toekomstgerichte financieringsstructuur, mede omdat de financieringsbehoefte niet altijd scherp in beeld is. De klant wordt uiteindelijk geconfronteerd met minder liquiditeit dan aanvankelijk gewenst, waardoor continu krap aan de wind moet worden gevaren en bepaalde groeikansen niet optimaal benut kunnen worden. Of er worden strakke ratio's en andere beheerafspraken gemaakt, waardoor de liquiditeit er wel is, maar er zeer beperkte ruimte is om te ondernemen. Bovendien betaalt men veelal voor het historische risicoprofiel. Vaak moet tussentijds teruggegaan worden naar de bank om de ratio's te verruimen, aflossingen uit te stellen of anderszins de gemaakte afspraken aan te passen. Ondanks dat er sprake is van een mooi en winstgevend bedrijf leidt dit er veelal toe dat binnen de risico-afdeling van de bank de perceptie ontstaat dat de klant haar zaken niet goed op orde heeft, terwijl er feitelijk sprake is van een niet passende financiering. Een niet-passende financiering leidt uiteindelijk tot frictie in de relatie met de bank, welke voorkomen had kunnen worden indien de financieringsbehoefte duidelijk in kaart was gebracht door een goede adviseur.

Voorbeeld (bijtende) covenants

Een afspraak die vaak bijt bij snelle groeiers is solvabiliteit, aangezien kosten voor de baten uitgaan en het eigen vermogen dus beperkt stijgt. Dit terwijl de balans groeit door investeringen in vaste activa of werkkapitaal. Ook winstgevendheid ratio's zijn vaak te krap omdat zij gedurende de financieringslooptijd veelal strakker worden. Bij een groeiende onderneming kunnen ratio's geschonden worden, terwijl onderliggende winstgevendheid zich positief ontwikkelt.

2. Financieringsopties

Vaak is één vorm van financiering niet de oplossing voor een groeiende onderneming en worden er meerdere vormen van vreemd vermogen aangetrokken, wat ook wel gestapelde financiering wordt genoemd. Gestapelde financiering geeft de ondernemer een mix aan financieringsvormen die het beste past bij de karakteristieken van het bedrijf. Elke vorm van financiering kent zijn eigen risicoclassificatie en bijbehorende tarief (zie Figuur 2).

Figuur 2 Overzicht financieringsvormen

Er zijn veel verschillende financieringsvormen, waarbij geldt hoe lager het risico voor de financier hoe lager de kosten zijn



2.1. Financiering van een onderneming

Al meer dan 10 jaar worden banken door regelgevers gestuurd om kapitaal goed te benutten, door enerzijds een risicoweging op uitzettingen toe te passen, en anderzijds hun kapitaal daar in te zetten waar de risico-rendement verhouding optimaal is. Dit maakt niet alleen dat banken kritischer zijn gaan kijken naar de risicoprofielen van ondernemingen, maar ook dat goede bedrijven minder kunnen lenen bij één enkele bank. Hierdoor dienen sneller clubdeals of syndicaten opgetuigd te worden. Mocht dit niet toereikend zijn, dan moeten ook andere financieringsvormen overwogen worden. In dit kader is duidelijk zichtbaar dat commercial finance ("ComFin") en leasing, beide een vorm van asset-based finance, aan populariteit winnen, aangezien hiermee de aanwezige activa maximaal gefinancierd kunnen worden. Zeker als er sprake is van seizoenspieken in voorraad en verkopen kan ComFin uitkomst bieden. Maar waar moet je op letten als je ComFin overweegt? Daarnaast staan de kranten bol van alternatieve financieringsvormen als direct lending en mezzanine oplossingen. Maar hoe omvangrijk zijn deze financieringsvormen voor het Nederlandse midden- en grootbedrijf en welke risico's zijn aan deze oplossingen verbonden?

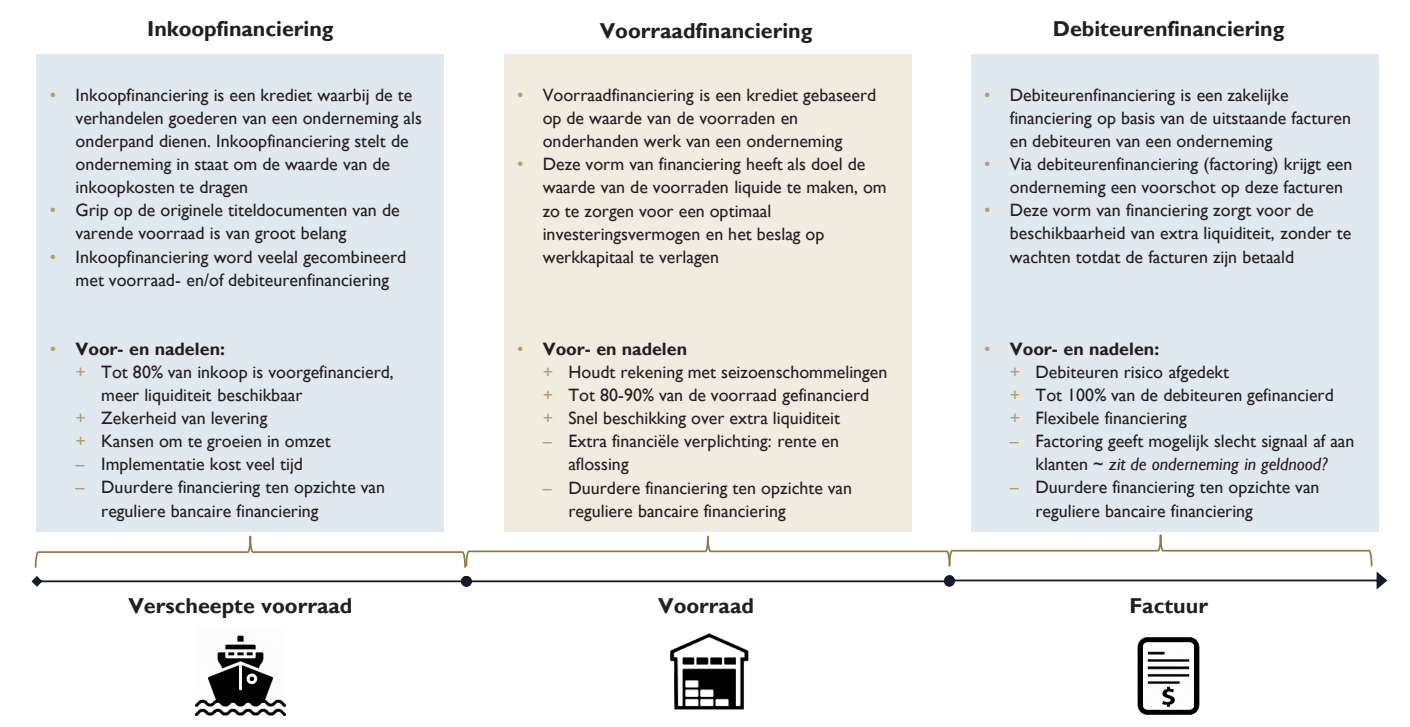
3. Commercial Finance

De perceptie van ComFin als dure financieringsvorm, maakt plaats voor een genuanceerder beeld waarbij het feit dat deze financieringsvorm meebeweegt met het bedrijf voor veel ondernemers een reden is ComFin aan te trekken. Wel dient een onderneming zich goed bewust te zijn wat niet met ComFin te financieren is en vooraf een financieringsoplossing op te tuigen die eventuele 'hiaten' financiert.

Commercial finance is een algemene term voor activa gebaseerde financieringsvormen, waaronder debiteurenfinanciering (factoring), voorraadfinanciering en inkoopfinanciering. Deze flexibele financieringsvormen zijn aantrekkelijk voor bedrijven die zich in een groeifase bevinden en nog niet voldoende eigen middelen hebben om de groei te kunnen financieren.

Figuur 3 **Overzicht commercial finance**

Een overzicht van de verschillende vormen van commercial finance



Overwegingen commercial finance

- Het inregelen van een ComFin financieringsoplossing is bij aanvang voor veel bedrijven een tijdrovende bezigheid. De mate van inspanning hangt ook erg af van het ERP- en boekhoudpakket van de onderneming. Voordeel is wel dat als ComFin eenmaal goed is geïmplementeerd, er weinig handelingen benodigd zijn.
- De bevoorschottingspercentages zijn veelal hoger dan bij reguliere bancaire werkkapitaalfinanciering, maar het is van belang te beseffen dat in de acceptatie van onderpand tal van afslagen toegepast worden voor ouderdom (bijv. debiteuren ouder dan 90 dagen), concentratie (maximaal 30% van totaal op één debiteur), etc.
- Door de geldende afslagen wordt niet de volledige hoeveelheid onderpand geaccepteerd. Zodoende is het verstandig een kredietfaciliteit van voldoende omvang bij de bank te regelen (ook wel "staartfinanciering" genoemd). Dit is zeker van belang als er geen sprake is van inkoopfinanciering, de goederen bij binnenkomst in de Rotterdamse haven wel betaald dienen te worden en pas gefinancierd worden bij aankomst in het distributiecentrum.

Wij achten voor veel (snelgroeiende) bedrijven de maximale inzet van ComFin als een goede eerste stap richting een toekomstbestendige financieringsstructuur.

'Flexibele financieringsdiensten zijn met name aantrekkelijk voor bedrijven die zich in een groeifase bevinden en nog niet genoeg middelen hebben om de groei te kunnen ondersteunen.'

4. Direct lending & Mezzanine

Mocht de financiering van de bank niet toereikend zijn, dan kan een onderneming zich wenden tot twee andere vormen van financiering: via de kapitaalmarkt (public debt) of via onderhandse leningen (private debt). Vormen van private debt zijn onder andere mezzanine en direct lending. Het verschil tussen direct lending en mezzanine zit hem vooral in de mate van risicoafdekking. Direct lending betreft een doorgaans senior financiering met onderpand, verzorgd door een institutionele belegger, waar mezzanine als een achtergestelde lening zonder onderpand wordt beschouwd. Zodoende kan een mezzanine financiering makkelijker naast de bank gebruikt worden in een gestapelde financiering om zo bijvoorbeeld gaten in de financieringsbehoefte van een onderneming op te vullen. Kenmerkend voor mezzanine is dat er meestal een equity component gevraagd wordt in de vorm van conversie recht naar aandelen.

Figuur 4 Direct lending & Mezzanine

Definities, voor-en nadelen en de grootste verschillen tussen deze alternatieve financieringsvormen

Direct Lending	Verskil	Mezzanine financiering						
• Een doorgaans senior financiering, verzorgd door institutionele beleggers • Bij direct lending wordt de rol die traditioneel door banken werd verzorgd, overgenomen door alternatieve kapitaalverstrekkers • Het betreft doorgaans een lening met onderpand	<table><tr><th>Onderpand vereist</th><th>Geen onderpand vereist</th></tr><tr><td>Leningen met variabele rente</td><td>Leningen met vaste rente</td></tr><tr><td>Senior financiering</td><td>Achtergestelde financiering</td></tr></table>	Onderpand vereist	Geen onderpand vereist	Leningen met variabele rente	Leningen met vaste rente	Senior financiering	Achtergestelde financiering	• Vorm van een achtergestelde lening • Het betreft een lening zonder onderpand • Het risico voor kapitaalverstrekker is groter, zodoende wordt er een hoger rendement verwacht • Kenmerkend is dat er meestal een equity component gevraagd wordt in de vorm van een conversie recht naar aandelen
Onderpand vereist	Geen onderpand vereist							
Leningen met variabele rente	Leningen met vaste rente							
Senior financiering	Achtergestelde financiering							
• Voor- en nadelen direct lending: + Direct lenders hebben beschikking over veel kapitaal, kunnen sneller handelen dan banken en bieden meer flexibiliteit + Direct lenders zien zichzelf als business partners om de groeiambities van een onderneming te realiseren – Direct lending-fondsen zijn doorgaans duurder dan traditionele financieringsvormen – Direct lenders hebben geen lang track record, zodoende is het lastig te voorspellen wat hun gedrag gaat zijn als het economische tijt keert en leningnemers het lastig krijgen		• Voor- en nadelen mezzanine financiering: + Grotere flexibiliteit vergeleken met traditionele bancaire lening + Biedt een tijdelijke oplossing voor een tijdelijk probleem + Vaak flexibel aflossingsschema – Duurdere vorm van financiering, doordat er geen onderpand wordt geëist – Risico op verwatering van aandelenbelang in geval van conversie						

4.1. Verschil met traditionele (bancaire) financiering

Alternatieve financiering is na de financiële crisis in 2008 in een stroomversnelling geraakt. Dit komt met name door de terughoudendheid van de traditionele geldverstrekkers en de exponentiële vraag naar financiering onder middelgrote bedrijven. Aanbieders van alternatieve financiering zitten fundamenteel anders in elkaar dan banken. Waar Nederlandse banken vooral relatiegedreven zijn, worden direct lenders als Angelsaksische partijen gezien en zijn dus zakelijker. Veelal hebben ze een duidelijk afgebakend mandaat over welke type bedrijven ze mogen financieren. Bovendien stellen ze zich veelal harder en rationeler op en zijn ze minder bang voor reputatieschade. Echter indien de resultaten van de onderneming goed zijn en voldaan kan worden aan de gemaakte afspraken, kan dit een goede manier van financieren zijn. Hierbij moet wel een kanttekening worden geplaatst dat het aanbod van alternatieve financiering voor ondernemingen met een EBITDA lager dan €10mln nog schaars is.

4.2. Wat als het economische tij keert?

Doordat deze financieringsvormen relatief jong zijn in het Nederlandse midden- en grootbedrijf is er nog beperkt zicht op de wijze waarop deze partijen acteren in slecht weer situaties. In onze recente ervaring stellen zij zich in dergelijke situaties hard op, wat logisch is aangezien zij geen breder belang hebben dan de financiering terugbetaald te krijgen. Bovendien blijkt in de praktijk dat de besluitvormingsprocessen minder gestroomlijnd zijn dan bij de bijzonder beheer afdelingen van de grootbanken. Zij vormen daarmee een risico indien er sprake is van liquiditeitskrapte. Derhalve concluderen wij dat deze financieringsvormen enkel overwogen dienen te worden in situaties waarin er via asset-based finance en bancaire financiering onvoldoende middelen beschikbaar gesteld kunnen worden. Lindenaar & Co heeft meerdere bedrijven geadviseerd die een alternatieve financiering wensten op te tuigen, waarbij wij door het juist in kaart brengen van de financieringsbehoefte en de karakteristieken van de onderneming toch een senior oplossing konden regelen.

5. Toegevoegde waarde Lindenaar & Co

Zoals blijkt uit deze nieuwsbrief is er op financieringsgebied veel mogelijk. Helaas constateren wij dat prachtige, winstgevende bedrijven niet altijd de financiering krijgen die ze verdienen en die nodig is om de strategie optimaal te verwezenlijken. Het inschakelen van een debt advisor als Lindenaar & Co helpt in de praktijk om de onderliggende winstgevendheid, vrije kasstroom en de potentie van het bedrijf op de juiste wijze over de Bühne te brengen. Lindenaar & Co steekt bovengemiddelde tijd in het begrijpen van de onderneming en haar potentie. Het is van belang dat de onderliggende operationele winstgevendheid in kaart wordt gebracht in de taal van de financier, zodat deze een beter beeld krijgt van de daadwerkelijke resultaten van de onderneming. Daarnaast gebruikt Lindenaar & Co haar ingangen bij verschillende partijen en positie in de markt om tot de meest gunstige deal te komen.

"Mede dankzij het uitstekende Informatiememorandum en professionele samenwerking met Lindenaar & Co, is de financieringsaanvraag snel en succesvol afgerond."

- Karel van der Krieken | ABN Amro -



Over Lindenaar & Co

Opgericht in 2005, als één van de eerste onafhankelijke corporate finance boutiques, adviseren wij onze klanten op het gebied van overnames en financieringen. Met onze uitgebreide transactie ervaring en constructieve durf komen wij tot een eerlijk en gedegen advies en streven we er iedere keer naar om de verwachtingen van de klant te overtreffen.

Een greep uit de deals die we in het afgelopen jaar hebben afgerond:

Swiss Sense

Lindenaar & Co heeft Swiss Sense, bekend van haar boxsprings, begeleid bij het verkrijgen van een financiering die aansluit bij de groeiambities van de onderneming. Na een competitief proces is er besloten om ABN AMRO te kiezen als nieuwe huisbank. De aangeboden financiering biedt voldoende ruimte om te ondernemen en de groeiambities van Swiss Sense mogelijk te maken. Lindenaar & Co heeft Swiss Sense gedurende het gehele traject geadviseerd, inclusief de financiële analyse, het opstellen van het financieringsmemorandum, de structurering van de financiering, het benaderen van de juiste loketten bij de banken als ook het uitonderhandelen van de voorwaarden.



Netraco Groep

Lindenaar & Co heeft de Netraco Groep, een groep fashion ondernemingen, begeleid bij het verkrijgen van een financiering die aansluit bij de seizoensinvloeden en groei van de onderneming. Na een competitief proces heeft huisbank ABN AMRO de meest passende oplossing kunnen aanbieden aan Netraco Groep. ABN AMRO Commercial Finance faciliteert de werkkapitaalbehoefte middels een voorraad- en debiteurenfinanciering. Lindenaar & Co heeft Netraco bijgestaan in het gehele proces.



"Het organiseren van een herfinanciering is in deze tijd een klus die veel tijd en specialistische ervaring vergt. Voor Swiss Sense was het inhuren van een goede adviseur in dit omvangrijke traject dan ook een voor de hand liggende actie. Als directie blijf je volledig in control en tegelijkertijd ervaar je de ondersteuning van een ervaren team met veel toegesneden expertise. En voor ondernemers niet onbelangrijk, Lindenaar & Co verdient zichzelf uiteindelijk terug."

- Arno van der Heijden | CFO Swiss Sense -

Voor meer informatie, bijpraten of een vrijblijvende kennismaking:

Meile Salverda

Director

M: 06 537 12 660

meile@lindenaar-cf.com

Paul Lindenaar

Partner

M: 06 138 00 292

paul@lindenaar-cf.com

Max Kisman

Analyst

M: 06 409 69 312

max@lindenaar-cf.com

Dennis Korver

Analyst

M: 06 467 14 582

dennis@lindenaar-cf.com



Lindenaar & Co Corporate Finance
Emmalaan 25
3581 HN Utrecht
T: 030 223 2100

