

Bedrijfsfinanciering

ONDERNEMERS KLAAR VOOR RISICO-DRAGEND KAPITAAL?

Ondernemers kloppen nog steeds eerst bij de bank aan als ze geld nodig hebben. Steeds vaker verkoopt deze nee en moeten de geldvragers op zoek naar alternatieve financiers, zoals participatiemaatschappijen. Tot nu toe ging de discussie vooral over of dit soort financieringsbronnen wel een serieus alternatief zijn voor banken en of zij voldoende kapitaal beschikbaar kunnen stellen. De auteurs betogen dat het terecht is dat ondernemers kritisch kijken naar participatiemaatschappijen. Tegelijkertijd hebben ze zelf ook nog heel wat kennis te vergaren voordat zij klaar zijn om de overstap naar risicodragend kapitaal te maken.

DOOR WILCO SCHOONDERBEEK

Het is 2013, enkele jaren na het begin van de crisis. De moeilijke financierbaarheid van ondernemingen geeft onverminderd reden tot zorg. Het World Economic Forum constateerde onlangs nog dat 'Access to financing' de 'most problematic factor for doing business in NL' is. Het gevaar is dat bij gebrek aan financieringsmogelijkheden ondernemers kiezen voor een (onnodig) risicomijdend groeipad. De mate waarin een (potentiële) ondernemer kan worden voorzien van toereikende financiering tegen acceptabele financieringsvoorwaarden, is belangrijk om zijn onderneming te laten groeien en renderen. Ondernemers zijn sinds jaar en dag gewend zich in eerste instantie tot hun huisbankier te wenden als ze financiering nodig hebben. Het financieringslandschap is de laatste jaren echter drastisch veranderd en banken kunnen niet langer dezelfde rol vervullen als in het verleden.

Participatiemaatschappijen kunnen in sommige gevallen een alternatief bieden. Zowel banken als participatiemaatschappijen hebben er baat bij om de waarde van de onderneming vast te houden en de mogelijkheid tot verdere groei van de onderneming in de toekomst te faciliteren. Maar beide opereren wel vanuit een duidelijk verschillend perspectief en hebben andere voorkeuren voor de verhouding tussen het risico en het (beoogde) financiële rendement. De focus van de bank ligt op het behoud van waarde en het minimaliseren van risico's dat

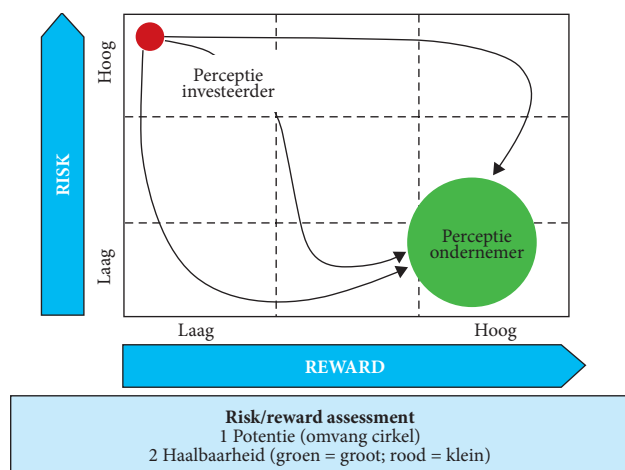
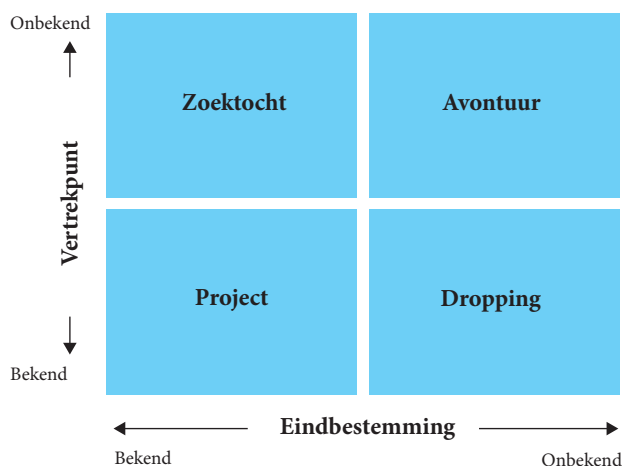
de onderneming in gebreke blijft bij het nakomen van haar verplichtingen. De focus van een participatiemaatschappij ligt op het behouden en creëren van waarde. De bank belooft een gunstig risicoprofiel; een participatiemaatschappij belooft groeipotentie in relatie tot het risicoprofiel. Niemand zit erop te wachten om van het aantrekken van financiering een ware zoektocht te maken. De ondernemer weet vaak niet vanuit welke perceptie een financier naar een onderneming kijkt,

De eindbestemming voor een investeerder is een exit

welke risico's hij neemt en welke (mogelijke) beloning daartegenover staat. Als ondernemer wilt u snel de verschillende financieringsmogelijkheden met de specifieke voor- en nadelen op een rijtje krijgen om zo snel mogelijk tot een 'project' te komen. Dit proces is weergegeven in figuur 1.

Passende financiering

Vanuit het oogpunt van de financier is er bij elke financieringsbehoefte een bron van financiering die het meest passend is, of het



Figuur 1

Overzicht overwegen financieringsmogelijkheden

nu een startend bedrijf betreft of een bestaande onderneming. Bij een startende onderneming heeft een ondernemer een idee over het ontwikkelen van een nieuw product of een nieuw proces. In deze fase is er financiering nodig voor onderzoek naar bijvoorbeeld de technische haalbaarheid, de marktkansen of hoe de innovatie zich verhoudt tot bestaande intellectuele eigendommen. In het artikel 'Financiering van jonge innovatieve bedrijven' (Prins en Schoonderbeek 2011) zijn de fases vanuit het oogpunt van een participatiemaatschappij nader beschreven.

Nederland is (nog steeds) een typisch bankenland. Het 'krediet denken' staat nog steeds centraal bij de meeste ondernemers, maar ook bij betrokken partijen zoals adviseurs en accountants. Om alternatieve bronnen van kapitaal aan te trekken, zoals risicodragend kapitaal, is er dan ook nog sprake van enige waterrees. Uit onderzoek van EIM (2011) blijkt dat ondernemingen niet in eerste instantie aan deze vorm van financiering denken omdat ze verwachten het niet te kunnen aantrekken, ze het te duur vinden of dat ze geen zeggenschap willen inleveren. Banken zijn dus nog steeds het eerste aanspreekpunt. De mogelijkheden van traditionele bancaire kredietverlening zullen in ieder geval niet beter worden dan dat nu het geval is.

Minder leningen

Om in 2015 aan de nieuwe kapitaalisen te voldoen moeten Nederlandse banken hun balans met ongeveer 200 miljard euro inkrimpen. Daarnaast zal de aanstaande golf van herfinancieringen ook resulteren in een afnemende uitleencapaciteit van banken. Banken staan natuurlijk niet stil en zijn binnen deze nieuwe kaders op zoek naar de mogelijkheden. Met *asset based financing* kunnen zij bijvoorbeeld een oplossing

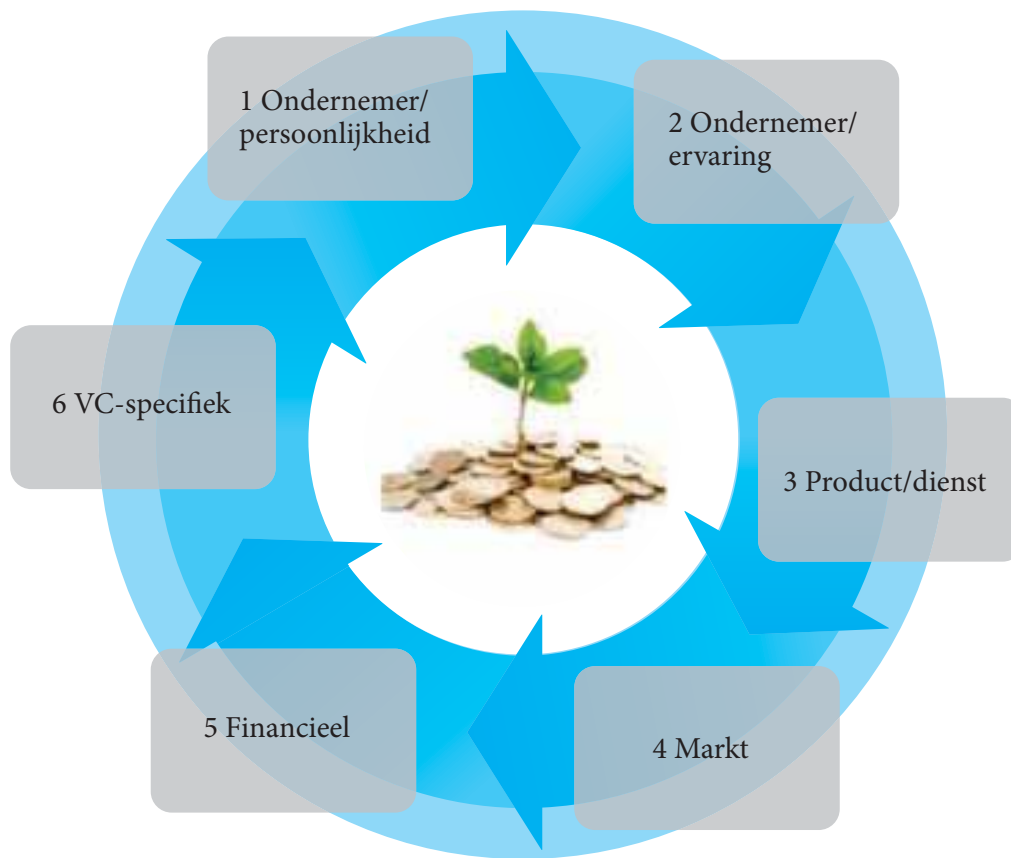
bieden om geld dat vastzit in debiteuren, voorraden en bedrijfsmiddelen vrij te spelen en in te zetten voor de financiering van innovatie en groei. Zolang de onderneming aan haar verplichtingen (zoals rapportage, rente en aflossing) blijft voldoen zullen banken zich redelijk afzijdig houden. Een bank moet het vertrouwen hebben dat de cash die gegenereerd wordt met het kapitaal dat ter beschikking wordt gesteld, voldoende is om rente en aflossing te dekken. Daarom maken banken ook gebruik van convenanten. Zo houden ze grip op de operationele gang van zaken. Voldoet een ondernemer niet aan de convenanten of kan hij op termijn niet aan zijn ver-

Nederland is (nog steeds) een typisch bankenland

plichtingen voldoen, dan zal de bank onmiddellijk actie eisen. Deze acties zullen gericht zijn op het maximaliseren van de inkomende kasstromen en het minimaliseren van de uitgaande kasstromen. Hierbij valt te denken aan de verkoop van incourante activa, het oprekken van de aflossingstermijnen met bestaande financiers en het versneld innen van vorderingen.

Innovatieve bedrijven

Ook voor de crisis hebben banken nooit alleen op basis van een goed idee bedrijfskredieten verstrekt. Innovatieve ondernemingen, met per definitie een grote mate van onzekerheid (lees: onzekere cashflow), zijn altijd al moeilijk bancair financierbaar

**Figuur 2**

Elementen die belangrijk zijn bij het beoordelen van een investering

geweest. Daarnaast is het zo dat het beoordelen van nieuwe technologie en de rentabiliteit van het innovatieve bedrijf vraagt om (zeer) specialistische kennis. Kennis die bij banken niet altijd direct beschikbaar is. Maar het is niet alleen een kwestie van verminderde uitleencapaciteit en het, althans voor

De kosten van de kleinere transacties in het MKB-segment zijn relatief hoog

de banken, ontbreken van de juiste verhouding tussen risico en rendement dat de kredietverstrekking aan het MKB vanuit de banken onder druk staat. Voor kapitaalverschaffers geldt dat de kosten van de kleinere transacties in het MKB-segment relatief hoog zijn. Hieruit volgt dat veel banken zich in steeds mindere mate op het MKB gaan richten.

Welke rol kan risicodragend kapitaal spelen? Eind 2011 hadden banken voor 345 miljard euro uitgeleend aan het Nederlandse bedrijfsleven. Het is dus niet realistisch te denken dat durfkapitaal voor elke ondernemer die nu niet in aanmerking komt voor bancaire financiering een oplossing biedt. Maar dat hoeft

ook helemaal niet. Belangrijker is dat voor de financieringsvraagstukken waarbij risicodragend kapitaal een rol kan spelen, de ondernemer dit alternatief in overweging neemt. Wie een beroep doet op risicodragend kapitaal gaat een wezenlijk andere relatie aan met zijn kapitaalverschaffer dan met de bank. Wie kiest voor risicodragend kapitaal kiest voor een betrokken partij die zich met de belangrijke beslissingen binnen de onderneming bemoeit. Daarnaast zijn er nog andere vormen van financiering. Achtergestelde leningen, *crowd funding* of bijvoorbeeld cumulatief preferente aandelen. 'Cumprefs' houden het midden tussen eigen vermogen en krediet. De kapitaalverstrekker ontvangt als vergoeding een dividend. Dat is geen dividend dat elk jaar opnieuw wordt bepaald, maar een vast percentage van het totale verstrekte bedrag. Het is te vergelijken met rente op een lening. Cumprefs zijn echter géén lening: dit type kapitaal is wel degelijk risicodragend, zoals eigen vermogen, maar gewone aandelen zijn het ook niet. De uitbetaling van het dividend heeft namelijk voorrang op uitkeringen op andere typen aandelen. Dat biedt de kapitaalverstrekker meer zekerheid in vergelijking met gewone aandelen.

Ontwikkelingsfase

Het is dus voor ondernemers van groot belang dat zij bekend zijn

met de verantwoordelijkheden die de verschillende vormen van financiering met zich meebrengen en in welke fase welke vorm van financiering het meest toepasselijk is. Het op deze manier naar financiering kijken is nog geen gemeengoed bij veel ondernemers. Investeerders hebben vaak moeite om het eigen vakjargon los te laten en zich echt te verplaatsen in de behoeftes van de ondernemer. Er zijn gelukkig instrumenten die kunnen helpen om het wederzijds begrip te vergroten. Een veelgebruikte graadmeter voor de fase waarin een idee zich bevindt is de zogenaamde *technology readiness level* (TRL). De TRL wordt door diverse grote instituten zoals NASA gehanteerd. TRL gaat over het verhogen van de volwassenheid van de technologie volgens een stappenplan. Dat vertaalt zich in de vraag: welke technologie ontbreekt nog om uiteindelijk in producten te kunnen voorzien en

Investeerders zijn er in vele soorten en maten

welke stappen zijn nodig om tot een eindproduct te komen? Vragen waarmee veel innovatieve bedrijven zich bezighouden. Het *business readiness level* (BRL) is een methode om de fase waarin een bedrijf zich bevindt weer te geven. Hoe ontwikkelt de markt zich? Wat is de potentie? Welke andere concurrerende alternatieven zijn er? Is de onderneming flexibel, hoe snel kan ze reageren op veranderende marktomstandigheden?

De schaalbaarheid is ook een punt van aandacht. Vanuit het perspectief van de investeerder wordt de combinatie van TRL en BRL gezien als een maatstaf voor de mate van *investor readiness*. Deze combinatie is van belang omdat dit een indicatie geeft voor de mogelijke kansen en knelpunten (en dus kapitaalsbehoefte) waar ondernemers de komende periode

Investeerders hebben vaak moeite om het eigen vakjargon los te laten

tegenaan zullen lopen. Wat is de financieringsbehoefte van een bedrijf? Waar gaat het deze middelen voor gebruiken? Wat is dan de cashflowprognose? Wat is het risico en welk rendement mag een investeerder daarvoor terugverwachten? Welk (maatschappelijk) probleem lost deze investering op?

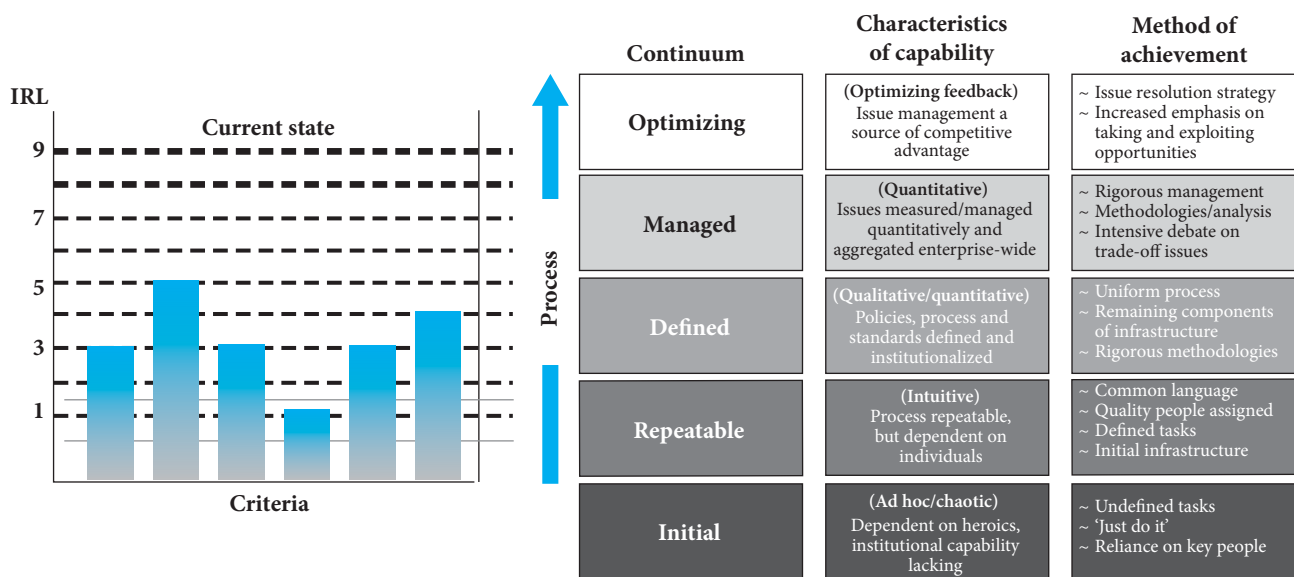
Investor readiness

Een ander belangrijk punt in screening is de ondernemer of het team zelf. Daarom wordt ook zeer grondig bekeken of het team de juiste kennis en vaardigheden heeft om de onderneming naar de volgende fase te brengen. Heeft het team voldoende commerciële slagkracht? Heeft de CEO voldoende overtuigingskracht om de markt te overtuigen? Ook wordt het steeds belangrijker om goed in staat te zijn een heldere boodschap over te brengen naar de investeerders. Een beoordeling is een

Technology readiness levels (TRL)		Business readiness levels (BRL)		Investor readiness levels (IRL)	
1	Conceptbeschrijving	1	Uitvinder of team met ambitie	1	Uitvinder/team heeft startkapitaal nodig
2	Technologie en applicaties uitgewerkt	2	Literatuurstudies en -analyses gemaakt	2	Grootte van benodigde investering is bekend
3	Laboratoriumstudies en -analyses	3	Mogelijkheid om kleinschalig testen uit te voeren	3	Informatie verzamelen (teaser/businessplan)
4	Bepaalde prototypevalidatie in laboratorium (pre-alpha version)	4	Vermogen om limited-scope R&D-projecten met projectteams uit te voeren	4	Start pitchten en teaser/businessplan rondsturen
5	Prototypevalidatie in laboratorium (alpha version)	5	Mogelijkheid tot project engineering development en design	5	Kan de aandacht van een investeerder trekken (begrijpt sterke en zwakke punten business)
6	Prototypevalidatie in relevante omgeving (beta version)	6	Mogelijkheid om de development en designfase met een marktgericht businessteam te doorlopen	6	Begrijpt de behoefte, wensen en risico's van een investeerder
7	Daadwerkelijke systeem/productvalidatie in relevante omgeving (beta version)	7	Vermogen om kleinschalige productie te ondersteunen; cruciale functies zijn ingevuld.	7	Houdt de aandacht van investeerders vast
8	Begin productie en uitrol/schaalbaarheid	8	Vermogen om op te schalen naar volwaardige productie en distributie	8	Onderhandelingsfase/due diligence (kan alle benodigde informatie aanleveren)
9	Volwaardige productie	9	Volledig geformuleerde business met gepaste infrastructuur en team/werknemers	9	Investering aangetrokken > investment-ready
Bron: NASA (2007)		Patterson, F. (2006)		Westerik, F.H. (2012)	

Figuur 3

Overzicht van ontwikkelingsfasen van een bedrijf (TRL, BRL en IRL)



© 2012 The Investor Readiness Maturity Model is based on the Carnegie Mellon Capacity Maturity Model

Figuur 4

Raamwerk voor het evalueren van investeringen

momentopname. Het is van belang dat de ondernemer in staat is om verschillende *what if*-scenario's te presenteren. Hebben de aandeelhouders ook in een worst-casescenario voldoende middelen om continuïteit te bieden aan het bedrijf of moet de onderneming dan opnieuw de markt op met een financieringsvraag? Wanneer er sprake is van investor readiness zal in elke fase weer anders zijn. Het zal ook per investeerder verschillen. Investeerders zijn er in vele soorten en maten. Sommige richten zich op een specifieke sector (bijvoorbeeld AgroFood of Life-Sciences), andere richten zich op een specifieke fase of situatie (bijvoorbeeld de starters of *turnaround*-situaties). Op de vraag wat een investeerder onder investor readiness verstaat is dus geen exact antwoord te formuleren. Standaardchecklists die her en der op het internet rondzwerven hebben dus maar een beperkte waarde. Wel is het mogelijk om een geheugensteuntje te geven over welke elementen minimaal behandeld dienen te worden. Samenvattend worden deze in figuur 2 weergegeven.

Juiste volgorde

Er is bij iedere fase van een onderneming een beeld van de stappen die nog genomen moeten worden en die al genomen zouden moeten zijn. Stappen overslaan betekent vaak dat er grotere risico's worden genomen, die wellicht in een latere fase tot disproportionele 'reparatie'investeringen leiden. Wat dat betreft lijkt de ontwikkeling van een onderneming op de bouw van een huis. U gaat ook pas schilderen als de stukadoor klaar is en zijn rommel heeft opgeruimd. Doet u dat niet, dan riskeert u dat een deel van het schilderwerk overnieuw moet worden gedaan. Bij een huis is het relatief eenvoudig, maar wanneer weet u dat een onderneming klaar is voor de volgende

fase? En hoe overtuigt u een investeerder hiervan? Hoewel niet voor 100 procent op elke onderneming van toepassing, kan het overzicht van TRL, BRL en IRL in figuur 3 ondernemers helpen om in te schatten in welke fase hun onderneming zich bevindt. Het hoeft niet dat een onderneming zich in elke tabel op hetzelfde level of in dezelfde fase bevindt. Bijna elke combinatie is mogelijk. Zo zou een bestaand bedrijf met alle voorzieningen op zijn plaats (BRL 9) zich met een project pas in TRL 1 kunnen bevinden en qua IRL in niveau 5 opereren.

Investeerders kunnen deze tabellen ook gebruiken om het risico in te schatten. Wanneer een onderneming zich in TRL 9 en BRL 8 bevindt is het risico op falen aanzienlijk kleiner dan wanneer een onderneming zich in TRL 2 en BRL 2 bevindt.

Terug naar het begin van dit artikel. Terugkomend op figuur 1:

Participatiemaatschappijen zien hun investering graag als 'project'

participatiemaatschappijen zien hun investering graag als 'project', met een duidelijk vertrekpunt en een duidelijke eindbestemming. Het is dus de taak van de ondernemer om de investeerder te tonen in welke fase zijn bedrijf zich bevindt en welk traject hij samen met de investeerder wil doorlopen. De eindbestemming voor een investeerder is namelijk een exit. Een exit waarbij alle tijd, geld en energie die hij in een bedrijf heeft gestopt zich hopelijk ook daadwerkelijk hebben vertaald in (fi-

nanciële) waarde. Het is dus in het belang van zowel ondernemer als investeerder om te weten in welke fase het bedrijf zich bevindt en gestructureerd te werken aan de nog te nemen stappen. Als we figuur 2 en 3 combineren, dan is het mogelijk om tot een toekomstgericht, gestructureerd raamwerk te komen voor de evaluatie van de belangrijkste elementen (zie figuur 4). De invulling van wat investor readiness is zal – zoals gezegd – verschillen per fase waarin de onderneming zich bevindt, maar ook per investeerder. De IRL-analyse moet daarnaast natuurlijk ook worden afgestemd op de eigen risico's, structuur en cultuur van een onderneming. Er zijn verschillende organisaties die de ontwikkeling van beginnende en gevestigde bedrijven kunnen begeleiden. Hoewel zeer verschillend, hebben al deze organisaties ongeveer dezelfde doelstelling: het genereren van een sterkere marktpositie en duurzame toegevoegde waarde door ondernemers te helpen bij het bepalen of ontwikkelen van een waarde- en groeistrategie en hen te ondersteunen bij het ontwikkelen en vermarkten van nieuwe concepten, de juiste expertise aan te reiken en te helpen de juiste competenties te ontwikkelen. IRL zou in elke onderneming en door de hele financieringsketen heen een belangrijke rol moeten spelen, ongeacht de vraag of er daadwerkelijk een financieringsbehoefte is. Het zou een leidraad moeten zijn voor de samenwerking tussen de verschillende partijen en hoog moeten staan op de agenda van elk management. Het model uit figuur 4 stelt zowel ondernemer als investeerder in staat om de effectiviteit van een onderneming op het gebied van investor readiness te beoordelen met behulp van een aangepast en consistent algemeen raamwerk.

Conclusie

Door het veranderende financieringslandschap en de nieuwe positie van banken moeten ondernemers zich in toenemende mate richten op risicodragend kapitaal. Hoewel de euro's hetzelfde zijn is het kapitaal dat beschikbaar wordt gesteld door bijvoorbeeld participatiemaatschappijen wel degelijk anders dan dat van een bank. Risicodragend kapitaal zal, alleen al vanwege de hoeveelheid bankkrediet die in omloop is, niet de rol van de banken kunnen overnemen. Daarnaast komen ook niet alle bedrijven die in aanmerking kwamen voor bancaire financiering in aanmerking voor durfkapitaal. Voor veel ondernemers is financiering geen middel om innovaties of groei vorm te geven, maar eenvoudig noodzakelijk (bijvoorbeeld een rekening-courantfaciliteit om de continuïteit van de organisatie te waarborgen). Voor die financieringsbehoefte zal de bank ook in de toekomst het eerste aanspreekpunt blijven.

Het aantrekken van risicodragend kapitaal zal van de ondernemer een andere voorbereiding vergen dan dat bij bankfinanciering het geval was. Het sturen op investor readiness kan hierbij een essentiële rol spelen. Ondernemers doen er verstandig aan om het een integraal onderdeel te maken van de strategische

planning en hun financieringsactiviteiten. Duidelijkheid over investor readiness en de aansluiting tussen de verschillende bronnen van financiering is daarbij in het voordeel van onderneming, investeerder én bank. Het daarop sturen is geen eenmalige actie, maar een continu proces. Financiering is, net als personeel, huisvesting en kennis, een middel voor een bedrijf om zich verder te ontwikkelen. Financiering kan nog meer effect sorteren wanneer het een integraal onderdeel is van een programma waarin een onderneming op alle relevante criteria gestructureerd naar een investor-readyniveau wordt gebracht. Dit programma zou door de verschillende stakeholders, waaronder de kapitaalverschaffers, onderkend en ondersteund moeten worden. De meerwaarde hiervan is dat de verschillende stakeholders al vroeg in het traject de *to do's* onderkennen en samen een traject doorlopen met een duidelijk einddoel. Een dergelijk programma zou moeten voorzien in een 'menu' van opleidingen en trainingen op het gebied van strategie, marketing, ondernemerschap, financiën en organisatiekunde. Ook moet er expertise beschikbaar zijn voor onderwerpen als octrooien, juridische zaken en financiën. Welke verplicht zijn en welke vrijblijvend, hangt af van hoe het bedrijf ervoor staat. Een goede intakeprocedure door praktijkmensen die beschikken over state-of-the-art kennis is derhalve onontbeerlijk. Er lijkt dus veel te gaan veranderen voor de ondernemer die financiering wil aantrekken. Veel ten goede denken wij. Wat blijft is dat wie financiering zoekt zich goed dient voor te bereiden. Dat was in het verleden zo en dat zal in de toekomst niet anders zijn. De mate waarin partijen in staat zijn snel inzicht te krijgen in de alternatieven voor bankfinanciering, wat de juiste financieringsbron voor welke financieringsvraag is, consensus kunnen vinden met andere stakeholders over de koers van de onderneming én in staat zijn om deze daadkrachtig uit te voeren, zal voor een belangrijk deel bepalen of ondernemers op langere termijn succesvol zullen zijn. Met de steeds beperktere mogelijkheden van traditionele bancaire kredietverlening in het verschiet krijgen we mogelijk op korte termijn antwoord op de vraag wie daartoe behoren.

Literatuur

- ~ EIM (2011) *Interviews Financieringsmonitor*, mei.
- ~ J.C. Mankins (1995) 'Technology Readiness Levels', A White Paper, April 6, Advanced Concepts Office, Office of Space Access and Technology, NASA.
- ~ F. Patterson (2006) 'Prepare to Fund your Technology', *Austin Business District Magazine*, The Commercialization Funding Coach.
- ~ W. Schoonderbeek en M. Prins (2011) 'Financiering van jonge innovatieve bedrijven', 6 *Finance & Control*, p. 10-13.
- ~ F.H. Westerik (2012) *Investor Readiness*, thesis; Saxion University of Applied Sciences, Enschede.

Wilco Schoonderbeek is als sector manager AgroFood verbonden aan Participatiemaatschappij Oost Nederland NV (PPM Oost). Fabien Westerik is student aan de universiteit Twente en als analist verbonden aan PPM Oost.