

# Inzicht in financiering van (werk) kapitaal van multinationale ondernemingen met behulp van de ‘Cash Wheel’

Harry Blok

**SAMENVATTING** Inzicht krijgen in de financiering van een multinationale groep van bedrijven is complex. In dit artikel wordt uiteengezet waarom het belangrijk is om onderscheid te maken tussen de financieringsvraagstukken op centraal niveau en aansturing van liquiditeit en solvabiliteit op het niveau van werkmaatschappijen of bedrijfseenheden. Het gebruik van de zogenaamde “Cash Wheel” geeft inzicht in financiële stromen en risico’s en kan multinationale ondernemingen helpen om de juiste focus aan te brengen bij het centrale en lokale financieel beheer.

**RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK** In dit artikel wordt het concept van de ‘Cash Wheel’ uitgelegd, dat bij de communicatie tussen concernbestuurders en lokale bestuurders rondom de financiering van (werk-)kapitaal kan dienen om de juiste focus aan te brengen.

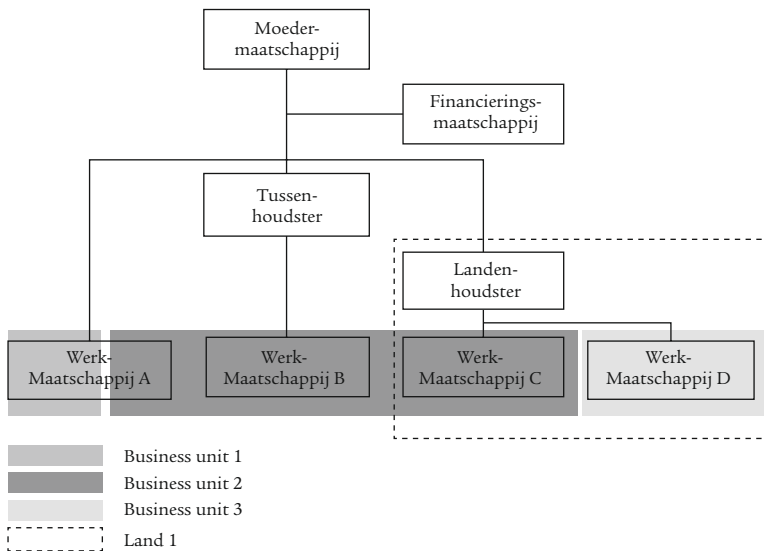
## 1 Inleiding

Bij een multinationale onderneming wordt voor de beoordeling van de financiering niet alleen naar de uiteindelijke houdstermaatschappij gekeken, maar ook naar de efficiency van de financiering van alle individuele groepsmaatschappijen, zowel in binnen- als buitenland, alsook naar de financiering van het concern als geheel. Het multidisciplinaire en complexe karakter van de groepsfinanciering bemoeilijkt de besluitvorming over dit onderwerp. Het is dan ook niet verwonderlijk, dat de literatuur een gefragmenteerd beeld biedt, afhankelijk van de vraag of een corporate finance, management control of fiscaal-juridisch perspectief gehanteerd wordt. In de praktijk van de multinationale onderneming moeten deze visies echter bijeengebracht worden en daardoor ontstaat er behoef-

te aan holistische conceptualisaties, waarvan er in dit artikel één wordt besproken zoals deze bij AkzoNobel is ontwikkeld.

Het gebruik van de zogenaamde ‘Cash Wheel’ kan helpen om een betrouwbaar beeld te krijgen van financiële, juridische, fiscale en risicobeheeraspecten van (werk-)kapitaal-financiering. Toepassing van dit instrument maakt ook duidelijk dat adequate financiering op groepsniveau alleen dan mogelijk is als er inzicht is in de operationele cash flow en de daarvan afhankelijke financieringsbehoefte binnen de onderneming. Andersom geldt dat de mate waarin de centrale financieringsfunctie erin slaagt alle niveaus efficiënt van financiering te voorzien, invloed heeft op financiële discipline op lokaal niveau, waarmee hier een werkmaatschappij of een bedrijfseenheid (business unit) bedoeld wordt. De onderlinge afhankelijkheid is dusdanig dat centrale groepsfinanciering en financiering op het niveau van de lokale eenheden uiteindelijk niet gescheiden kunnen worden. Het gebruik van de ‘Cash Wheel’ helpt bij het inzichtelijk maken van de wederzijdse afhankelijkheid en derhalve bij het maken van goede beslissingen op het gebied van groepsfinanciering.

In paragraaf 2 wordt beschreven wat de belangrijkste karakteristieken zijn van een centrale financieringsfunctie, waarna in paragraaf 3 wordt aangeduid hoe de verantwoordelijkheden van (financieel) bestuurders op centraal en lokaal niveau van elkaar verschillen. Daarna wordt in paragraaf 4 de ‘Cash Wheel’ geïntroduceerd en aangegeven hoe met dit instrument een betrouwbaar begrip van de financieringstransacties en daarmee samenhangende geldstromen kan worden verkregen. In paragraaf 5 laat een aantal voorbeelden het

**Figuur 1 Juridische structuur van multinationale ondernemingen**

multidisciplinaire karakter van groepsfinanciering zien. Hier blijkt ook waarom interne groepsfinanciering niet een afgeleide hoeft te zijn van hoe de groep centraal en extern is gefinancierd. Bij de selectie van een extern financieringsinstrument is het risicoprofiel van de te financieren activiteiten of activa van belang. Bij interne groepsfinanciering kan dit anders zijn. De betekenis hiervan krijgt aandacht in paragraaf 6. In paragraaf 7 wordt het belang aangegeven van een betrouwbaar inzicht van toekomstige operationele geldstromen voor zowel de lokale werkkapitaalfinanciering als voor de centrale groepsfinanciering. Afsluitend wordt in paragraaf 8 beargumenteerd dat gebruik van de ‘Cash Wheel’ kan leiden tot betere financiële besluitvorming en daarmee tot verlaging van financieringskosten en financiële risico’s van een onderneming.

In figuur 1 wordt, ter verduidelijking van de gebruikte terminologie, een vereenvoudigde structuur geschetst van een multinationale onderneming. Juridische entiteiten kunnen verschillende functies hebben in een groepsstructuur. In dit voorbeeld kan een entiteit als functie hebben het houden van aandelen in andere vennootschappen, het uitvoeren van financieringsactiviteiten, of het verrichten van operationele activiteiten voor één of meerdere business units. Het is ook mogelijk dat een vennootschap een combinatie van deze activiteiten verricht en dit doet voor meerdere business units. In deze context is een business unit, ook wel strategische business unit genoemd, een organisatorische verzameling van activiteiten die zelfstandig opereert en aangestuurd wordt, ongeacht de juridische structuur.

## 2 Externe en interne financieringsactiviteiten

Kenmerkend voor de financiering van een, al dan niet

beursgenoteerde, multinationale onderneming is dat er onderscheid gemaakt wordt tussen enerzijds de financiering van de uiteindelijke houdstermaatschappij en eventuele financieringsmaatschappijen en anderzijds de financiering van binnenlandse en buitenlandse werkmaatschappijen die onderdeel uitmaken van de groep. In dit complexe geheel is het van bijzonder belang om het karakter, in termen van met name kosten en risico, van de toe te passen financiële instrumenten goed te kennen. In dit verband zij verwezen naar de beschikbare literatuur (Dorsman, 2012).

Ook moet er onderscheid gemaakt worden tussen externe en interne financiering. Met externe financiering wordt bedoeld het aantrekken van financiering ten behoeve van de groep als geheel en het optimaliseren van financiële risico’s op groepsniveau. De houdstermaatschappij en de eventuele financieringsmaatschappijen doen transacties op financiële markten. Hierbij dient opgemerkt te worden dat deze transacties kunnen worden aangegaan op eigen naam, maar ook namens andere groepsmaatschappijen. Met interne financiering wordt bedoeld de financiering van groepsmaatschappijen onderling en het beheersen van financiële risico’s die samenhangen met financieringstransacties binnen een groep van ondernemingen. Financiering kan plaatsvinden uit meerdere bronnen, waarvan de belangrijkste zijn:

1. Kapitaal (eigen vermogen): Het aandeel dat de uiteindelijke houder, direct of indirect, houdt in de dochter. Dit is financiering met een permanent karakter waarvan de opbrengsten in de vorm van dividend zullen terugvloeien naar de moedervernootschap. Zogenaamde “thin capitalisation”-regelingen kunnen minimumgrenzen stellen aan het benodigde kapitaal op landenniveau (Blouin, Huizinga, Laeven & Nicodème, 2014).
2. Interne leningen: Groepsleningen kunnen zowel een korte- als langetermijnkarakter hebben en mogelijk voor IFRS-doeleinden worden aangemerkt als “permanent” wanneer leningen een kapitaalkarakter hebben (De Boer & Burgers, 2013). De revenuen van de geldverstrekker (moedermaatschappij of financieringsmaatschappij) zullen bestaan uit interest. Tevens zal de hoofdsom op termijn terugvloeien naar de geldverstrekker.
3. Lopende rekening bij de interne bank (“in house bank”): Veel multinationals maken gebruik van interne bankfaciliteiten, waarbij via lopende rekeningen met de moeder- of financieringsmaatschappij, betalingen en ontvangsten worden gecentraliseerd. Het treasury managementsysteem van de groep is dan zo ingericht dat voor open economieën overbodige liquide middelen van de groepsmaatschappij direct naar de interne bankrekening vloeien en er dus

een schuldverhouding ontstaat tussen de groepsmaatschappij en de vennootschap die de interne bank huisvest (Von Eije & Westerman, 2002).

Uiteraard zijn er veel varianten mogelijk van bovengenoemde financieringsbronnen en combinaties daarvan. In die zin worden financiële markten steeds meer compleet, waarbij het opvalt dat er nog steeds nieuwe financiële instrumenten ontstaan. Het gebruik van hybride vormen van financiering mag zich in dit kader op steeds meer belangstelling verheugen. De bepaling van de fiscale grens tussen eigen vermogen en vreemd vermogen verdient hierbij evenveel aandacht als het onderscheid tussen eigen en vreemd vermogen voor niet-fiscale wetgeving (De Boer & Burgers, 2013).

### 3 Centrale financieringsfunctie

Voor de financiering van een complex van groepsmaatschappijen zal continu moeten worden beoordeeld wat de meest efficiënte manier is om individuele groepsmaatschappijen te financieren en wat de economische impact is van de geldstromen die voortvloeien uit de financieringstransacties. De netto contante waarde van financieringsactiviteiten is, anders dan de oorspronkelijke moderne vermogenstheorie van Modigliani en Miller (1958) doet geloven, in de praktijk veelal groter dan nul. Bij de financieringsactiviteiten dient daarom te worden gekeken naar kosten en risico's die samenhangen met de financieringsvorm en met de fiscale implicaties daarvan (Verschuere & Deloof, 2006).

Om de efficiëntie van dit complex van financieringsactiviteiten goed te kunnen aansturen wordt dit veelal op centraal niveau binnen de groep gedaan. Het financiële risicomanagement en de fiscale implicaties worden door de centrale treasury-functie en de belastingafdeling aangestuurd. Met centrale aansturing wordt bedoeld dat binnen de groep een centrale financieringsfunctie/afdeling verantwoordelijk is en het mandaat heeft om namens de groepsmaatschappijen financieringstransacties uit te voeren. Dit impliceert dat het mandaat van het management van een lokale eenheid wordt beperkt, veelal gebaseerd op een centrale treasury policy. Het maken van afspraken over de lokale financiering is voorbehouden aan de centrale functie.

#### 3.1 Centrale treasury-functie

De rol van de treasury-functie is om de financiële risico's die een groep loopt, zo goed mogelijk in kaart te brengen en om deze waar nodig bij te sturen. De typen financiële risico's die kunnen worden onderscheiden betreffen vermogensrisico, liquiditeitsrisico, renterisico, vreemdevalutarisico en kredietrisico. Om deze financiële risico's goed te beheren maken veel multinationals gebruik van een centrale treasury-functie die als verantwoordelijkheid heeft het beheren van de fi-

nanciële risico's op centraal niveau en het bijstaan van de groepsmaatschappijen bij het identificeren en het beheren van deze risico's (EY, 2014).

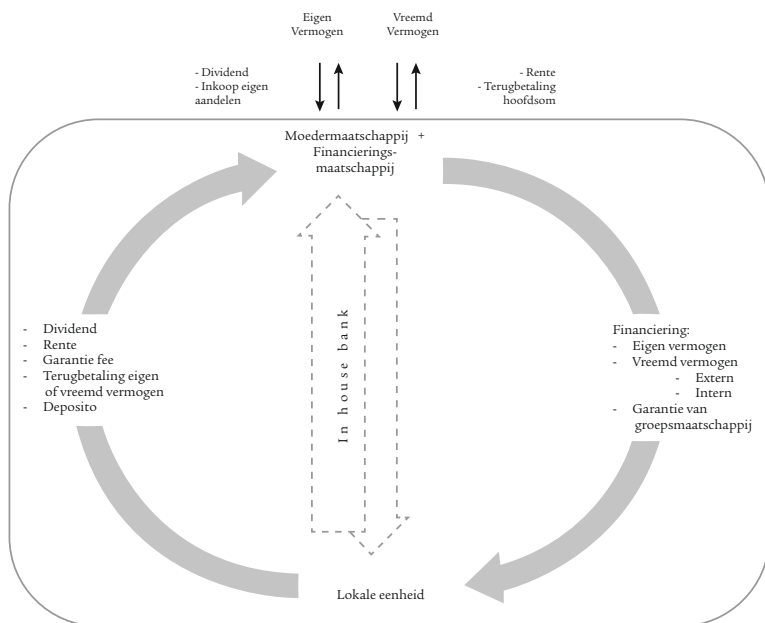
De risico's kunnen voor de groep optimaal beoordeeld worden op centraal niveau. Dit kan geïllustreerd worden aan de hand van het voorbeeld, waarbij één groepsvennootschap een schuld heeft in een buitenlandse valuta, terwijl een andere groepsvennootschap een vordering heeft in dezelfde valuta. De risico's van deze zogenaamde 'short' en 'long' positie kunnen elkaar op groepsniveau opheffen. Dit is alleen op groepsniveau aan te sturen en niet op het niveau van de individuele groepsmaatschappijen, omdat daar de mogelijkheid om de posities tegen elkaar af te zetten niet kenbaar is.

#### 3.2 Centrale fiscale functie

De rol van de fiscale afdeling bij het beoordelen van de efficiency van financiering is om in beeld te krijgen wat de belastingconsequenties zijn van de verschillende financieringsvormen en de daarmee samenhangende kosten en risico's zo goed mogelijk te beheersen. Beoordeeld wordt wat de gevolgen zijn voor vennootschapsbelasting en bronheffingen op interest en dividenden voor de financierende en de gefinancierde vennootschap. Hierbij moet niet alleen gekeken worden naar de periodieke interest- en dividendbetalingen, maar naar ook de fiscale gevolgen van het aangaan van de transactie en eventuele terugbetalingen of afschrijvingen van bepaalde financiële instrumenten. Bij het aangaan van financieringstransacties moet ook gekeken worden naar de indirecte belastingen zoals leges en registratieheffingen. Ook dit moet weer beoordeeld worden vanuit de positie van de lokale eenheid en vanuit de financieringsmaatschappij.

De complexiteit van het fiscale vraagstuk wordt niet zozeer bepaald door het feit dat vennootschapsbelastingtarieven per land verschillen. Het vraagstuk wordt complex door het feit dat de fiscale behandeling van financiële instrumenten (eigenvermogen- en schuldinstrumenten) per land kan verschillen, de aftrekbaarheid van rente wordt bepaald door lokale regelgeving, internationale belastingverdragen en kan worden beperkt door specifieke 'thin capitalization'- of 'earning stripping'-regels (De Boer & Burgers, 2013). Dat de belastingwetgeving regelmatig wijzigt en ook internationale verdragen aan verandering onderhevig zijn, maakt de problematiek niet eenvoudiger. Deze complexiteit vereist specialistische fiscale kennis én een totaalbeeld van alle financiële transacties binnen een groep. In lijn met Ramaswamy (2015) moet de complexiteit en onderlinge afhankelijkheid van fiscaliteit en treasury in dit verband worden benadrukt.

Figuur 2 De 'Cash Wheel'



#### 4 De Cash Wheel

Om de complexiteit van fiscale en financiële risico's op een betrouwbare wijze in beeld te krijgen, kan het concept van de Cash Wheel worden gebruikt. Het helpt de treasury-functie en de fiscale afdeling om de risico's inzichtelijk te krijgen, maar ook om de complexiteit te visualiseren, en daarmee uit te leggen aan andere belanghebbenden binnen de onderneming. Figuur 2 is een voorbeeld van een dergelijke visualisatie, aan de hand waarvan eenvoudig in beeld wordt gebracht welke financiële transacties worden aangegaan, binnen de groep en buiten de groep.

##### Interne geldstromen

Interne geldstromen zijn in dit verband betalingen van groepsmaatschappijen aan elkaar, zoals kapitaalstorting en daarop volgende dividenden en het verstrekken van leningen en daarmee samenhangende interestbetalingen en aflossingen. De economische impact van een interne geldstroom kan zijn gelegen in bijvoorbeeld het centraliseren van liquide middelen in één groepsfinancieringsmaatschappij of het repatriëren van liquide middelen van een land met monetaire restricties naar het land waar de moedermaatschappij is gevestigd of het omzetten van buitenlandse valuta naar de munteenheid van de moedermaatschappij.

In figuur 2 geven de verticale pijlen de cash flows weer van het centraliseren van liquide middelen via de in-house-bank. Als in de loop van tijd de overtollige liquide middelen op de in-house-bank zijn gestort, zal deze positie uiteindelijk moeten worden 'opgeschoond'. Men moet er immers rekening mee houden dat het centraliseren van liquide middelen bij de in-house-

bank leidt tot onderlinge schuldverhoudingen en de verplichting van de moeder of de financieringsmaatschappij om rente te betalen aan de dochter over deze opgebouwde positie. Om een dergelijke schuldverhouding af te lossen, kan de in-house-bankpositie bijvoorbeeld worden verrekend met een dividendverplichting van de dochtervennootschap aan de moeder.

##### Externe geldstromen

Met externe geldstromen wordt bedoeld (i) de uit financiële transacties met derden samenhangende geldstromen en (ii) de van deze én van interne financiële transacties afgeleide geldstromen. Voorbeelden van transacties die onder de eerste categorie vallen zijn de uitgifte van een obligatie of het betalen van dividend aan de uiteindelijke aandeelhouder van de groep. Voorbeelden van geldstromen van de tweede categorie zijn de betaling van dividendbelasting die verband houdt met de betaling van het bovengenoemde dividend, maar ook de betaling van bronbelasting op interest bij een lening tussen groepsmaatschappijen. Wil men al deze geldstromen in beeld krijgen, dan is volledig en goed inzicht in de fiscale implicaties van interne en externe financiële transacties onontbeerlijk.

Om de 'Cash Wheel' goed in te richten en te onderhouden, en op de best mogelijke manier cash te centraliseren en daarmee samenhangende risico's te beheersen, komt het er in de praktijk op neer dat verscheidene stappen moeten worden genomen. Daarbij moet goed rekening gehouden worden met de complexiteit van de activiteiten van de multinationale onderneming en zullen accenten per bedrijfstak, omvang en leeftijd voor specifieke ondernemingen aanzienlijk kunnen verschillen. Niettemin, met deze slag om de arm, worden hieronder de volgende stappen gepresenteerd.

1. Het vaststellen van de financieringsbehoefte op lokaal niveau. Hoeveel financiering is nodig, in welke valuta, voor welke periode, en wanneer zullen revenuen uit de investering terugvloeien naar de moedervennootschap of financieringsmaatschappij (en hoe moet de financiering gefaseerd worden?);
2. Het onderzoeken van monetaire restricties en mogelijke (juridische) financieringsvormen. Zijn er juridische voorschriften of maatregelen die de flexibiliteit van financiering beperken? Voorbeelden hiervan zijn minimumkapitaalvereisten of voorschriften rondom de valuta waarin gefinancierd wordt. Ook moet worden beoordeeld in hoeverre er beperkingen zijn met betrekking tot het repatriëren van gelden naar de moeder- of financieringsmaatschappij;
3. Het vaststellen van de fiscale gevolgen van de mogelijke financieringsvormen. Als voorbeeld moet men rekening houden met maatregelen die de aftrek van

betaalde of verschuldigde rente beperken, bronheffingen op dividenden en interest, de mogelijkheid om deze bronheffing te verrekenen bij de moeder of de financieringsmaatschappij, lokale heffingen op de verplichte registratie van financieringsinstrumenten;

4. Het vaststellen van methoden om valutarisico's in te dekken. Om het vreemdevalutarisico goed te kunnen beheersen zal men inzicht moeten hebben in de mogelijke kosten van het elimineren van het wisselkoersrisico door middel van het gebruik van daarvoor geëigende financiële instrumenten;
5. De financieringsbehoefte van de groep als geheel wordt geoptimaliseerd op basis van inzicht in kasstromen van alle groepsmaatschappijen. Op basis hiervan kan het vermogensbeleid worden vastgesteld en kunnen markttransacties worden aangegaan door de moeder- of financieringsmaatschappij(en).

Voor elke investering worden de stappen 1 tot en met 4 uitgevoerd en worden verwachte geldstromen betreffende de investering en de daarmee samenhangende financieringstransacties in kaart gebracht. Niet alleen de geldstromen moeten worden beoordeeld en in kaart gebracht, maar ook de consequenties op het gebied van de jaarverslaggeving. Deze informatie wordt per land, per deelneming of per investering gedocumenteerd waardoor de financiële gevolgen in beeld komen van:

- (i) de investering (in zowel binnenland als buitenland);
- (ii) de mix van financieringsinstrumenten van de investering;
- (iii) het uitvoeren van de buitenlandse ondernemingsactiviteit;
- (iv) het repatriëren van ondernemingswinst naar de moedermaatschappij en
- (v) het repatriëren van fondsen naar de uiteindelijke aandeelhouders of de externe vreemdvermogensverschaffers.

Het periodiek uitvoeren van deze analyse en onderhouden van deze informatie maakt het mogelijk om het complexe vraagstuk van groepsfinanciering overzichtelijk te maken en te optimaliseren. Een daarop volgende visualisatie in een model als de in figuur 1 geschetste Cash Wheel, maakt het vervolgens relatief eenvoudig om deze complexe materie buiten de groep van financiële experts toe te lichten. Daarbij is het gewenst om de Cash Wheel toe te spitsen op de situatie van de betrokkenen, waardoor het gevoel voor hun eigen specifieke problematiek zo sterk mogelijk wordt.

Om liquide middelen niet onnodig lang bij de werkmaatschappijen op de balans te houden, is het van belang om deze analyse en de daaruit voortvloeiende ac-

ties tot repatriëring van liquide middelen naar het centrum periodiek te doen. Hiervoor is duidelijke betrokkenheid in de vorm van 'ownership' en 'support' nodig op het hoogste niveau binnen de organisatie en zal veelal de CFO-betrokkenheid gewenst zijn, om te zorgen dat de initiatieven om fondsen te centraliseren in lijn zijn met de doelstellingen en strategieën van de onderneming (Treasury Today, 2015).

Uit een benchmark-studie van Treasury Today (2016) blijkt dat het verkrijgen van inzicht in de geldstromen van alle groepsmaatschappijen door veel respondenten als grote uitdaging wordt genoemd. De aanbeveling is om op een gestructureerde manier de geldstromen te documenteren waarbij de processen bij voorkeur in geautomatiseerde systemen worden ondersteund. Daarbij moeten die systemen goed geïntegreerd en gestandaardiseerd zijn. Het is ook noodzakelijk dat goede relaties met de lokale eenheden worden onderhouden en dat functionarissen aanspreekbaar zijn op voorspelfouten.

## 5 Interne financiering versus externe financiering

Zoals uit het bovenstaande blijkt moet men bij de financiering van een groep van ondernemingen kijken naar de financieringsbehoefte van de individuele groepsmaatschappijen én naar de financieringsbehoefte van de groep als geheel. Hierbij geldt echter dat de som van de interne financiering geenszins gelijk hoeft te zijn aan hoe de groep als geheel is gefinancierd. Met andere woorden, door de moeder aangetrokken eigen vermogen hoeft bijvoorbeeld niet automatisch als eigen vermogen doorgestort te worden bij de groepsmaatschappijen.

Zo kan de groep als geheel volledig met eigen vermogen zijn gefinancierd, waarbij middels interne vreemdvermogenstransacties werkmaatschappijen worden gefinancierd. Dit kan onder omstandigheden zo ingericht zijn dat de aftrek bij een werkmaatschappij plaatsvindt tegen een hoger belastingtarief dan waartegen het interestinkomen wordt belast, waardoor voor de groep als geheel waarde wordt gecreëerd. Hierbij geldt dan, dat voor de groep als geheel renteaftrek wordt gegeneerd, terwijl er geen sprake is van extern vreemd vermogen, of een hogere renteaftrek dan men op basis van externe financiering zou verwachten.

Ook kan het bestuur van een groep ervoor kiezen om de groep als geheel te financieren in de valuta waarin de moederverenootschap rapporteert terwijl de groepsmaatschappijen intern worden gefinancierd in een vreemde valuta zonder dat dit risico op groepsniveau wordt afgedekt. Het buitenlandsevalutarisico van de groep als geheel is dan anders dan men enkel op basis van de geconsolideerde groepsbalans zou veronderstel-

len. Ter verdere toelichting volgen voorbeelden van situaties waaruit blijkt dat de financiering van de groepsmaatschappij geen afgeleide hoeft te zijn van hoe de groep als geheel is gefinancierd.

#### **Voorbeeld A:**

Werkmaatschappij "S", gevestigd in Spanje, heeft behoefte aan financiering voor een investering in een distributienetwerk. De groep waarvan S deel uitmaakt heeft als beleid dat alle externe financiering via de moedermaatschappij wordt aangetrokken omdat op centraal niveau beter inzicht is in de totale financieringsbehoefte van de groep en omdat op dit niveau goedkoper financiering kan worden aangetrokken dan op lokaal niveau. Op groepsniveau blijkt dat er een overschot is aan liquide middelen zodat geen additionele financiering uit de markt hoeft te worden gehaald. Ongeacht de verhouding eigen/vreemd vermogen op groepsniveau, kan worden besloten om de Spaanse entiteit in zijn geheel met eigen vermogen te financieren, bijvoorbeeld omdat de financiering met schuld zou leiden tot interestbetalingen die in het land waarin de moedermaatschappij is gevestigd zouden leiden tot belast inkomen, terwijl de interest in Spanje niet volledig in aftrek kan worden gebracht.

#### **Voorbeeld B:**

Werkmaatschappij "B", gevestigd in Brazilië, heeft behoefte aan financiering van een nieuw te bouwen productiefaciliteit. De groep waarvan B deel uitmaakt heeft als beleid dat externe financiering centraal wordt aangetrokken en dat financiering van de werkmaatschappijen via de moedermaatschappij plaatsvindt. De fabriek zal gevestigd zijn in een economisch zwakke regio en om de investeringen in deze regio te stimuleren biedt een Braziliaanse regionale investeringsbank financiering aan tegen zeer gunstige condities. Eén voorwaarde van de investeringsbank is dat de financiering wordt aangegaan door een Braziliaanse entiteit. Daar waar de groep normaal gesproken financiering centraal zou aantrekken, zal het nu mogelijk besluiten om toch lokaal te lenen omdat de voordelen van de subsidie opwegen tegen de voordelen uit het centraal financieren van de activiteiten.

#### **Voorbeeld C:**

Een moedervennootschap heeft als beleid dat buitenlandse eenheden worden gefinancierd in de valuta van het land waarin de groepsmaatschappij is gevestigd. De groep rapporteert in de Euro. Een Chinese deelneming "C" heeft behoefte aan financiering voor een fabriek in China. Deze fabriek zal voornamelijk exporteren vanuit China en in China geïmporteerde grondstoffen verwerken. Zowel de inkoop van grondstoffen, als de verkoop aan niet-Chinese klanten zal in Amerikaanse dollars (USD) plaatsvinden. Voor de fi-

nanciering van deze deelneming zal, ongeacht het beleid om in lokale valuta te financieren, mogelijk worden besloten om de groepsmaatschappij met USD te financieren om op die manier de valutarisico's optimaal te kunnen beheren. Dit overigens afgezien van de vraag of op basis van internationale verslaggevingsregels de functionele valuta van de entiteit de USD zou kunnen zijn.

### **6 Informatieasymmetrie en kosten**

De verwachte rendementseisen zoals die op de vermogensmarkt gelden, voor de groep als geheel, gelden in mindere mate voor financiering binnen de groep. Dit is een belangrijke, hierboven nog niet genoemde, overweging voor het verschil tussen de financiering van de groep en de financiering van individuele werkmaatschappijen.

Volgens Verschueren en Deloof (2006) is binnen de groep het risicoprofiel van het gekozen financieringsinstrument minder relevant als gevolg van lagere kosten van informatieasymmetrie en wordt tevens meer gekeken naar de invloed die het instrument heeft op externe cash flows (belasting/subsidies).

De informatieasymmetrie die in een normale marktsituatie geldt tussen het management van een onderneming en de geldverstrekkers bestaat in mindere mate binnen een multinational: het management van een groepsmaatschappij beschikt onder normale omstandigheden over dezelfde informatie betreffende verwachte winstgevendheid en de risico's van een project als het management op groepsniveau. In ieder geval zal het management op groepsniveau meer en beter toegang hebben tot informatie dan een onafhankelijke financier. Men kan hieruit afleiden dat bij een goed functionerend hoofdkantoor de informatieasymmetrie die geldt tussen derde partijen in mindere mate aanwezig is (Von Eije & Westerman, 2002), waardoor de kosten van informatieasymmetrie lager zijn en het verschil tussen interne financiering met eigen vermogen of vreemd vermogen kleiner is.

Indien de conclusie correct is dat voor de financiering van individuele groepsmaatschappijen het risicoprofiel van het interne financieringsinstrument minder relevant is dan geldt dat voornamelijk fiscale overwegingen economische impact hebben en om die reden doorslaggevend zijn voor het bepalen van de meest efficiënte manier van financieren, dit uiteraard afgezien van eisen rondom bijvoorbeeld "thin capitalisation" en het al dan niet gebruiken van bepaalde valuta. In die zin wordt de moderne vermogensmarkttheorie bij interne financiering dus geamendeerd en wordt aangesloten bij een pikorde-perspectief (Myers, 1984), zij het dat het argument van informatieasymmetrie hier juist niet of nauwelijks een rol speelt.

## 7 Cash flow forecasting en lokale/groepsfinanciering

In de vorige paragrafen is aangegeven hoe de financiering van individuele groepsmaatschappijen kan verschillen van die van de groep als geheel en hoe en waarom dit centraal aangestuurd wordt. Het feit dat financieringsactiviteiten centraal plaatsvinden lijkt lokale financieel bestuurders en controllers voor een deel te ontslaan van verantwoordelijkheid voor financiering van de werkmaatschappijen. Zij weten zich immers gesteund door de centrale organisatie, wat met zich meebrengt dat het lokale management zich kan richten op 'de business' en zich geen 'zorgen' hoeft te maken over financiering. Indien de groepsfinanciering goed is ingericht met een passende bank-infrastructuur zal de lokale organisatie werkkapitaal- en kortetermijnfinanciering via de interne bank ontvangen of via centraal aangestuurde lokale bankfaciliteiten.

Desalniettemin, of juist om die reden, zal de financiële manager van de werkmaatschappij of de bedrijfseenheid voldoende oog moeten houden voor operationele cash flows. Immers, een multinationale onderneming met een centraal ingerichte cash management-structuur zal het liquiditeitsrisico enerzijds beperken door diversificatie en spreiding van activiteiten, maar door een beperktere focus op financiering bij de lokale financiële manager wordt, indien er geen aanvullende maatregelen zijn getroffen, bij de groepsmaatschappij minder druk gevoeld om de financiering te optimaliseren en daardoor wordt het liquiditeitsrisico vergroot.

Een minimale maatregel om dit risico te beperken is die waarbij de lokale bestuurder bij overschrijding van zijn (interne) kredietlimiet verantwoording moet afleggen en een aanvraag moet doen om een overschrijding goed te keuren. Deze maatregel alleen is echter niet voldoende. Mogelijkerwijs wordt namelijk binnen een multinationale onderneming het liquiditeitsprobleem, bij interne financiering, niet op dezelfde gedisciplineerde manier opgevolgd als wanneer de groepsmaatschappij extern gefinancierd zou zijn. Zo geldt voor interne financiering niet de discipline van de markt, die kan leiden tot formele incassoacties en eventuele gerechtelijke stappen om in te vorderen. In die zin kan er dus wel degelijk sprake zijn van een agentschapsproblematiek in de zin van Jensen en Meckling (1976).

Een ander, impliciet, management control-instrument is dat lokale bestuurders een zogenaamde fiduciaire verantwoordelijkheid hebben, waaruit mogelijk persoonlijke aansprakelijkheid kan volgen voor schulden van de vennootschap. Een voorbeeld hiervan is dat voor sommige landen geldt dat een bestuurder een herstelplan moet ontwikkelen en implementeren in geval van solvabiliteits- of liquiditeitsproblemen, op straffe

van persoonlijke aansprakelijkheid. Uit hoofde daarvan zullen ze oog houden voor een adequate financiering van werkkapitaal en de planning van de operationele cash flows. Men kan hierbij niet uitsluiten dat de bestuurder zich zal laten adviseren door de centrale financieringsfunctie en hierdoor het groepsbelang laat prevaleren boven het belang van de enkelvoudige entiteit. Echter, ook het concernbestuur kan aansprakelijk zijn (Spoor, 2012).

Onvoldoende inzicht in de operating cash flows, of het onvermogen om lokaal operationele cash flows goed in te schatten, maken het onmogelijk om op een efficiënte manier op centraal niveau vermogenstransacties te plannen of het vermogens- of de renterisico te beheren. Ook aangaande het vreemdevalutarisico is het evident dat alleen met een goede cash forecasting-discipline op het niveau van de lokale eenheden (Treasury Today, 2016) en betrouwbaar inzicht hierin op centraal niveau het groepsrisico optimaal kan worden aangestuurd. Dit geldt voor operationele cash flows, voor investerings-cash flows en voor cash flows vanwege specifieke financieringstransacties (dividend, interest en terugbetalingen).

Om deze reden moeten juist bij een multinationale onderneming met een goed functionerende centraal aangestuurde (corporate) finance-functie duidelijke cash flow en (werk-)kapitaal-performance-indicatoren worden gesteld, zodat, ongeacht de centrale aansturing van de financiering, er ook op het niveau van de lokale eenheid voldoende aandacht is voor operationele cash flows. Van Barneveld en Dorsman (2016) bespreken het gebruik van prestatie maatstaven. Daar waar zij zich richten op het werkkapitaal, zal in de multinationale onderneming, op het niveau van de lokale eenheid er uiteraard ook aandacht moeten zijn voor kapitaalstromen waarop de Cash Wheel focust. Overigens worden deze in het spraakgebruik op lokaal niveau vaak allen samen als werkkapitaal aangeduid.

Overigens geldt dat de hierboven genoemde (werk-)kapitaal-performance-indicatoren niet alleen uit de periodieke financiële rapportage voortkomen maar ook uit operationele (transactie-)informatie. Eenvoudige toegankelijkheid van deze informatie op elk niveau binnen de organisatie – door verbetering van informatie-systemen – kan leiden tot grotere betrokkenheid van de centrale leiding bij de dagelijkse bedrijfsvoering. Deze ontwikkeling van steeds betere toegankelijkheid van informatie is vooral technologie-gedreven en zal om die reden ook doorgaan.

## 8 Tot slot

In deze bijdrage is uiteengezet dat de financiering van een multinationale onderneming een grote mate van

complexiteit kent en dat het cruciaal is dat op alle niveaus binnen de organisatie aandacht is voor financieringsvraagstukken. Echter, de aandachtspunten op centraal niveau zijn anders dan die op het niveau van lokale eenheden. Op centraal niveau ligt de nadruk op het beheersen van fiscale risico's, financiële risico's (zoals vermogensrisico, liquiditeitsrisico, vreemdevalutarisico) en op het optimaliseren van de bankinfrastructuur van de groep. Op lokaal niveau ligt de nadruk veel meer op goede onderkenning van de operationele activiteiten en de vertaling hiervan naar betrouwbare cash flow-voorspellingen.

In deze bijdrage blijkt tevens dat financiële bestuurders op centraal/groepsniveau voor de financiering van de bedrijfsactiviteiten over andere informatie en specialistische kennis moeten beschikken dan financiële bestuurders van business units of werkmaatschappijen. De bijdrage van de groepsmaatschappijen aan het optimaliseren van de groepsfinanciering bestaat uit het verstrekken van adequate informatie over toekomstige operationele cash flows. Hiervoor is het cruciaal om, in aanvulling op duidelijk gedocumenteerde processen en goede IT-functionaliteit, kennis te hebben van de (lokale) markten en ondernemingsactiviteiten en de deskundigheid om die te vertalen naar toekomstige cash flows.

De financieringsbehoefte, de gevolgen van het gebruik van verschillende financieringsinstrumenten, en de daarmee samenhangende cash flows, worden volledig en tegelijkertijd op een eenvoudige en overzichtelijke manier inzichtelijk gemaakt met gebruikmaking van de 'Cash Wheel'. Gebruikmaking van dit concept en adequate documentatie hiervan biedt schematisch en ordelijk inzicht in complexe groepsfinancieringsvraagstukken aan (financieel) bestuurders en aan experts van verschillende betrokken disciplines. Dit leidt tot betere financiële besluitvorming en daarmee tot verlaging van financieringskosten en financiële risico's. ■

Mr. Harry Blok MBA is Head of Finance van SNV Development Organization en tevens adviseur op het gebied van corporate finance, financieel risicomanagement en werkkapitaalbeheer. Bij AkzoNobel heeft hij als bedrijfsfiscalist, director credit risk management en director corporate finance ervaring opgedaan op het gebied van de (intra) groepsfinanciering en werkkapitaalbeheer. Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel.

## Literatuur

- Barneveld, W. van, & Dorsman, A.B. (2016). Beheersing van kasstromen en werkkapitaal met prestatiemaatstaven. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 90(5), elders in dit nummer.
- Blouin, J., Huizinga, H., Laeven, L., & Nicodème, G. (2014). *Thin capitalisation rules and multinational firm capital structure*. European Union taxation papers, working paper no. 42. Geraadpleegd op <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1412.pdf>.
- Boer, M.J. de, & Burgers, I.J.J. (2013). Een boekbespreking van The debt-equity conundrum, Cahiers de droit fiscal international vol. 97b, 2012, *Weekblad voor Fiscaal Recht*, nummer 19.
- Dorsman, A.B. (2012). *Vermogensstructuur en vermogensmarkt: van winst naar waarde*. Dordrecht: Convoy Uitgevers.
- Eije, H. von, & Westerman, W. (2002). Multinational cash management and conglomerate discounts in the Euro zone. *International Business Review*, 11(4): 453-464.
- EY. (2014). *Treasury Management Systems: Survey of Corporate Treasury Departments in Western Europe*, April. Geraadpleegd op [http://www.ey.com/Publication/wwLUAssets/EY\\_Treasury\\_Management\\_Systems/\\$FILE/EY-Treasury-Management-Systems-survey.pdf](http://www.ey.com/Publication/wwLUAssets/EY_Treasury_Management_Systems/$FILE/EY-Treasury-Management-Systems-survey.pdf).
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3): 261-277.
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(2): 575-592.
- Ramaswamy, D. (2015). Paying a fair price. *The Treasurer*, October 2015: 42-43.
- Spoor, L. (2012). Concernbestuur, verantwoordelijkheid van een moedermaatschappij of uiting van "intensive bemoeienis"? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 86(11): 452-462.
- Treasury Today (2015). *Cycle repairs*. november/december, pp. 31-33.
- Geraadpleegd op <http://treasurytoday.com/2015/11/cycle-repairs-ttcm>.
- Treasury Today (2016). *Protecting your assets*. januari/februari, pp. 27-29. Geraadpleegd op <http://treasurytoday.com/2016/01/protecting-your-assets-ttb2b>.
- Vasquez, Y. (2015). Dancing to the local beat. *Treasury Management International*, Issue 238: 23-24. Geraadpleegd op <http://www.treasury-management.com/article/1/350/2894/dancing-to-the-local-beat.html>
- Verschueren, I., & Deloof, M. (2006). How does financing affect leverage? Belgian Evidence, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 21(1): 83-108.