

FINANCIERINGSVRAAGSTUKKEN BIJ DE MULTINATIONALE ONDERNEMING¹⁾

door Prof. Dr. Th. M. Scholten

1 Inleiding

Wellicht zal in een aantal bijdragen in dit nummer een definitie voorkomen van de multinationale onderneming. Het kan immers geen kwaad het onderwerp ook in zijn onderdelen zorgvuldig te omschrijven.

Voor deze beschouwing wordt uitgegaan van een onderneming die in meerdere landen activiteiten uitoefent en waarvan een belangrijk deel van de activa en derhalve van het vermogen in (de valuta's van) deze landen is vastgelegd.

Er zijn weinig financieringsproblemen die zich bij de multinationale onderneming niet voordoen. Dit feitelijke gegeven dwingt bij het bestek van een tijdschriftartikel tot een keuze. Het ligt voor de hand daarbij de voorkeur te geven aan vraagstukken cq. vormen die typisch zijn voor de multinational.

Onze keuze zal daarbij uitgaan naar:

- het cash management;
- de financiering van investeringen in het buitenland;
- de organisatie van de financiële functie.

2 Het cash management in de multinationale onderneming

2.1. Cash management kan men in engere en in ruimere zin interpreteren. In *ruimere* zin start men dan met voorraadbeheersing, beheersing van debiteuren-termijnen (van moment van opdrachtbevestiging tot het moment van valuterings op de eigen bankrekening), beheersing van leverancierskredieten etc. Deze problemen zijn met enkele uitzonderingen niet typisch te noemen voor de multinationale onderneming. Die ontstaan wel bij cash management in *engere* zin t.w. het reguleren van overschotten en tekorten op verschillende plaatsen in de onderneming.

Deze problemen hebben bij de multinationale onderneming een eigen karakter omdat:

- a) een aantal instrumenten die nationaal bestaan voor de multinationale onderneming niet beschikbaar zijn, cq.
- b) wanneer ze wel bestaan tot andere consequenties leiden.

2.2. *ad a).*

Een van de instrumenten die nationaal meestal toegepast kunnen worden, is de volledige *rente- en obligocompensatie*²⁾ van alle tegoeden bij en schulden aan eenzelfde bankinstelling. Internationaal is dit niet mogelijk. Hier wreekt zich het feit, dat

¹⁾ Bij het schrijven van dit artikel kreeg ik veel steun van drs. J. V. M. van Heeswijk, directeur Financiële Zaken van SHV Holdings nv. Drs. R. A. I. van Frederikslust, wetenschappelijk medewerker in ondernemingsfinanciering aan het Interuniversitair Instituut Bedrijfskunde, was zo vriendelijk de tekst kritisch door te nemen.

²⁾ Onder obligocompensatie wordt verstaan: de saldering van verplichtingen van concernonderdelen uit hoofde van opgenomen kredieten bij een bank met verplichtingen van die bank uit hoofde van ontvangen tegoeden ten opzichte van die of andere concernonderdelen.

er niet een werkelijk internationaal bankwezen bestaat. Door overheidsvoorschriften in vrijwel alle landen ter wereld zijn de banken beperkt in hun internationaal opereren.

2.3. *ad b).*

Andere instrumenten die de onderneming voor het reguleren van overschotten en tekorten ter beschikking staan zijn: kapitaalstortingen, dividenden, leningen en leveranciers- en afnemerskredieten, met name tussen groepsondernemingen en het eventueel versnellen of vertragen van reeds geplande stromen.

Voor de multinationale ondernemingen betekent het gebruik maken van een van deze instrumenten echter vrijwel altijd omzetting van de ene valuta in de andere met de daaraan verbonden kosten. Het betekent ook een wijziging in de totale valutapositie van de onderneming. De keuze van het instrument is voor de multinationale onderneming ook om andere redenen van belang. Een lening leidt tot geheel andere fiscale consequenties dan een dividenduitkering of een kapitaalstorting, terwijl door gebruik te maken van verlenging van leverancierskrediet in plaats van een lening wellicht z.g. *with holding taxes* kunnen worden vermeden.

De problemen waarmee de multinationale onderneming bij dit cash management geconfronteerd wordt, zijn in hoge mate identiek aan die welke in het algemeen bij de financiering van investeringen in het buitenland naar voren komen.

3 De financiering van investeringen in het buitenland

3.1. Het gaat bij de financiering van de onderneming altijd om het evenwicht tussen behoeften en voorzieningen. De relevante gezichtspunten daarbij zijn ook steeds weer dezelfde: termijn, kosten, zekerheid en beschikbaarheid. Bij de termijn gaat het om permanent, lang, middellang of kort; bij de kosten, afgezien van de hoogte, bruto en netto, om vast of variabel; bij de zekerheid om eigen of vreemd, al of niet achtergesteld; bij de beschikbaarheid om de marktomstandigheden.

Waar liggen nu de typische problemen voor de multinationale onderneming?

Als ik het goed zie vooral op twee punten: de kosten en de beschikbaarheid. Aan beide factoren zal nadere aandacht worden besteed.

Een bijzonder element in de kosten van de financiering bij de multinationale onderneming vormt het *valuta-aspect*. De „Nederlandse” onderneming bijvoorbeeld die in een ander land gaat investeren komt voor de vraag te staan *waar* en in welke valuta hij de middelen voor deze investering zal aantrekken. In het eigen land of in het land waar de investering plaatsvindt? In de praktijk zal de keuze soms niet uit twee maar uit een groter aantal alternatieven gemaakt worden. Men kan de benodigde middelen immers ook in een „derde” land zoeken. De factoren die bij deze keuze een rol spelen zijn de volgende vier:

- a. de rente- en overige directe financieringskosten;
- b. de verwachtingen met betrekking tot de valutakoersen;
- c. de bestaande fiscale regelingen en de verwachte ontwikkeling daarin;
- d. de beschikbaarheid.

Enige toelichting op deze factoren is wellicht nuttig.

3.2. *ad a. De rente- en overige directe financieringskosten*

Met overige directe financieringskosten worden bedoeld, eenmalige vergoedingen voor tussenpersonen, eenmalige of periodieke provisie's, zegel- en registratiekosten, emissiekosten, beurskosten enz.

De hoogte zowel van de rentekosten als van de overige directe financieringskosten kan van land tot land tamelijk sterk uiteenlopen. Voor wat de rente hoogte betreft speelt uiteraard met name de omvang van de inflatie een belangrijke rol. Voor wat de overige kosten aangaat hebben de organisatie en het niveau van de kapitaalmarkt een betekende invloed. Daarnaast geldt dat sommige financieringsvormen in bepaalde landen hoog ontwikkeld zijn cq. veelvuldig toegepast worden en daarom daar minder kosten meebrengen dan elders. Een voorbeeld is de onderhandse geldlening in Nederland.

Afhankelijk van termijnen, financieringsvorm, markt en valuta is er dus een heel scala van mogelijkheden, ieder met de eigen (bruto) financieringskosten.

3.3. *ad b. De verwachtingen met betrekking tot de valutakoersen*

Zodra men vrijwillig overweegt dan wel gedwongen is - uit beschikbaarheids- of andere, bv. wettelijke, overwegingen - de financieringsmiddelen in een andere valuta aan te trekken dan in het land van investering in gebruik, presenteert zich dit vraagstuk van de valutakoersen. Ideaal is natuurlijk - bij nagenoeg gelijke rente - de financiering met een zwakkere valuta dan die in het land van investering. Bij verdergaande relatieve verzwakking gaat de schuld dan steeds lichter drukken en ook de rentelast wordt elk jaar lichter. Maar hoe kan men op betrouwbare wijze de ontwikkeling in de valuta koersen voorzien? Wie had in 1945 de huidige verhouding tussen de Duitse mark en 't Engelse pond verwacht? En wie verwachtte in 1960 de nadien opgetreden teruggang van de dollar? Wie profeteert politieke (in-)stabiliteit, verschuivingen in vakverenigingsmacht en -gedrag, ontdekkingen van olie- en gasreserves of buitenlandse interventies? Bovendien zijn het veelal de zwakke valutalanden waar geen financiering in de lokale valuta beschikbaar is en wordt men dus automatisch naar de sterkere valuta's gedrongen of zijn de rentekosten zodanig hoog dat toch een nadere afweging noodzakelijk is.

3.4. *ad c. De bestaande fiscale regelingen en de verwachte ontwikkeling daarin*

Tussen landen onderling bestaat een omvangrijk en ingewikkeld netwerk van fiscale regelingen. Soms worden buitenlanders - via fiscale bepalingen met betrekking tot verrekenbaarheid van betaalde belastingen, al of niet voorheffingen - benadeeld ten opzichte van binnenlandse belastingplichtigen, soms is het juist andersom. Veelal worden niet alle „buitenlanden” op dezelfde wijze behandeld. Daarnaast zijn de tarieven met name voor belastingen op de winst in verschillende landen ongelijk. Hoe hoger die tarieven hoe groter het deel van de rentelast dat de fiscus voor zijn rekening neemt. Strikt gelet op dit fiscale aspect kan men er toe komen de middelen aan te trekken in of, ook dat is mogelijk, te leiden via een „derde” land. Daarbij spelen niet alleen de belastingen op de winst, maar ook die op winst- en rente-transfer, kapitaalbelastingen en de fiscale behandeling van koerswinsten en koersverliezen een bepalende rol.

Bovendien gaat het ook hier, evenals bij het valuta-aspect niet alleen om de stand van zaken op het moment dat de financiering wordt geregeld, maar is van nog groter belang welke ontwikkelingen men in de verschillende fiscale regelin-

gen moet verwachten. Mogen bv. verdere fiscale harmonisaties worden tegemoet gezien of is juist een tegengestelde ontwikkeling te verwachten?

3.5. *ad d. De beschikbaarheid*

Lang niet in alle landen kan men de middelen benodigd voor investering in die landen, in voldoende omvang aantrekken. Sommige landen staan dat niet toe, bv. ter bescherming van de betalingsbalans, andere landen hebben een zwak ontwikkelde kapitaalmarkt (beurs en banken) of kennen onvoldoende kapitaal aanbod in verhouding tot de omvang van de investering of tot de omvang van de kapitaalvragende onderneming.

3.6. *Optimalisering*

Uit de huidige stand van de financieringskosten en belastingen en de verwachte ontwikkelingen zowel van valutakoersen als van belastingen en somtijds van de financieringskosten moeten, rekening houdend met de beschikbaarheid en andere randvoorwaarden, de minimale netto kosten voor de onderneming en moet, in geval van cash management problemen, soms de maximale opbrengst worden afgeleid. Het ligt in de rede om daarvoor te denken aan een optimaliseringsmodel. Dat kan gericht zijn op een incidentele transactie of, verdergaand, op het geheel van te verrichten transacties. In de praktijk blijkt dit echter verre van eenvoudig. In de wat grotere multinationale onderneming blijkt niet alleen de informatiebehoefte ten aanzien van rente, belastingen en valuta-ontwikkelingen zeer groot, ook de interne gegevens omtrent huidige stand van de financiering en toekomstige kasstroom ontwikkelingen moeten in zulk een model worden ingevoerd. Het is niet alleen moeilijk die informatie eenmalig te vergaren en in kaart te brengen, het is haast ondoenlijk, althans zeer kostbaar die informatie up-to-date te houden. Maar bovenal - het werd reeds eerder opgemerkt - wie is in staat de noodzakelijke voorspellingen met betrekking tot toekomstige ontwikkelingen met name op het gebied van de valuta's met voldoende betrouwbaarheid te doen? Veelal zal daarom van het kostbare en gecompliceerde optimaliseringsmodel worden afgezien en gebruik worden gemaakt van eenvoudiger rekenmodellen. De bruikbaarheid daarvan valt en staat echter eveneens met de betrouwbaarheid van de gebruikte input.

Daar de marges waarbinnen de valuta-ontwikkelingen zich afspelen de neiging hebben een overwegende invloed uit te oefenen, ontstaat meer en meer de neiging te financieren in dezelfde valuta als waarin de investeringen zijn vastgelegd.

Optimaliserings- en rekenmodellen boeten daardoor belangrijk aan waarde in.

3.7. *Speculatie*

Er presenteert zich hier nog een verwant vraagstuk. In hoeverre moet men, als gefinancierd wordt in een andere valuta dan waarin geïnvesteerd wordt, van *speculatie* spreken? En als daar sprake van is, is dat dan de taak van de financiële functionaris? Zo nee, wie moet dan de verschillende gegevenheden en risico's tegenover elkaar afwegen? Of moet men zich principieel daarvan verre houden? Deze vragen zijn gemakkelijker gesteld dan beantwoord. Als de middelen in het land van investering niet kunnen cq. mogen worden aangetrokken, is aan het zoeken naar alternatieven niet te ontkomen. Het gaat toch te ver alleen om die reden de investering achterwege te laten. Welnu, in die gevallen - en die zijn niet zo

denkbeeldig, zie bv. naar landen als Spanje en Brazilië - ontkomt men niet aan het afwegen van alternatieve valuta's. En bij die afweging zal men dan toch de genoemde gezichtspunten onder de loep nemen.

3.8. *Risico-dekking*

Kunnen de valuta risico's niet worden geëlimineerd, zoals dat in het algemeen bij inkoop en verkoop van goederen in verschillende valuta's kan gebeuren en ook feitelijk gebeurt? De crux ligt hier bij de termijn. Natuurlijk kan men valuta risico's afdekken, echter in beginsel slechts op de korte termijn. Bij lange termijn-financieringen zou men dus het valuta risico alleen kunnen afdekken door een reeks op elkaar volgende termijnaffaires. De totale kosten daarvan zijn echter - dat ligt in de rede - evenmin te voorzien als de ontwikkeling in de valutakoersen zelf. Ook zullen die kosten veelal ongeveer parallel lopen met de ontwikkeling in de valutakoersen. Een en ander betekent dat het valuta risico niet bevredigend langs de weg van termijn-transacties kan worden geëlimineerd.

3.9. Bij vele multinationale ondernemingen komen de hier bedoelde financieringsproblemen in de praktijk regelmatig voor, echter niet met een hoge frequentie. Het zijn, in die zin, veelal min of meer ad hoc beslissingen, nu eens met betrekking tot investeringen in het ene, dan weer in het andere land. Primair zal toch vrijwel altijd zijn het *investeringsbeleid* en dat mag toch geacht worden een bepaalde consistentie te bezitten. Dat betekent doorgaans dat men zich op het punt van de financiering een zekere verkennings- en afwegingsperiode kan permitteren. Ook voor het verzamelen van de meest recente gegevens heeft men veelal - doch niet altijd - wel tijd. Toch is het raadzaam selectief en dus een aantal rente-, valuta- en belastinggegevens periodiek te vergaren cq. te actualiseren. Dat kan van belang zijn voor nog te entameren financieringsoperaties. Het kan ook betekenis hebben voor reeds genomen maatregelen. Zo zal men er toe kunnen komen om bij verwachte nadelige valuta-ontwikkelingen tijdelijk een dekking te verrichten, met name indien de kosten daarvan aanvaardbaar zijn te achten.

3.10. De vraag wie dergelijke beslissingen neemt kan niet eenduidig worden beantwoord. De voor de financiering verantwoordelijke functionarissen zullen terzake bevoegdheden kunnen hebben tot een zekere omvang. Boven die limiet zullen zij wellicht het initiatief nemen tot een aan de hogere of hoogste leiding voor te leggen suggestie. De afweging van de hier in het geding zijnde risico's zal de leiding van de onderneming in vele gevallen tot zijn taak rekenen.

3.11. *Een multi-purpose instrument: de roll-over*

In het voorgaande werd geconstateerd, dat de internationaal opererende banken door overheidsvoorschriften en andere oorzaken niet in staat zijn voor het internationale cash management dezelfde instrumenten te verschaffen als voor cash management op nationaal niveau. Wij constateerden bovendien dat er een trend ontstaat valuta risico's te vermijden door de financiering in dezelfde valuta te verrichten als de investering en dat termijn markten niet altijd adequate mogelijkheden tot dekking van valuta risico's verschaffen.

Een instrument, dat terzake een belangrijke rol kan spelen is het internationaal bankkrediet met valuta - en „subsidiary”-optie, meestal op roll-over basis. Vandaar

dat dit krediet kortweg roll-over wordt genoemd. Het is een kredietafpraak, veelal op middellange termijn, gemaakt met een groep bankiers uit verschillende landen, waarbij de onderneming en/of dochterondernemingen de mogelijkheid hebben geld op te nemen en daarbij een keuze kunnen maken uit een aantal valuta's. In andere publicaties is aan deze financieringsvorm, die in het laatste decennium een grote vlucht heeft genomen, voldoende aandacht besteed; op een aantal bijzondere aspecten cq. varianten zal hier derhalve niet worden ingegaan.

Wel moet nog gewezen worden op de voordelen voor de internationaal werkende onderneming, in het licht van de voorgaande beschouwingen. Daarbij is vooral van belang de zekerheid omtrent beschikkingsmacht in verschillende valuta's voor een zodanig redelijke periode dat er doorgaans voldoende tijd is om een adequate definitieve financieringsoplossing te realiseren. De roll-over vervult dan de functie van reserve-liquiditeit. De noodzaak tot het aanhouden van andere reserve-liquiditeiten wordt daardoor verminderd respectievelijk het probleem van het reguleren van overschotten en tekorten wordt gemitigeerd.

Zij stelt ook in staat snel activa te financieren in de gewenste valuta en door de subsidiary-option veelal ook zonder de fiscale consequenties onmiddellijk voor lange termijn te fixeren.

Tenslotte kan deze kredietvorm gebruikt worden om ongewenste valutaposities te reguleren.

4 De organisatie van de financiële functie bij de multinationale onderneming

4.1. Allereerst moet hier de restrictie worden gemaakt dat „de” multinationale onderneming natuurlijk niet bestaat, evenmin als er sprake is van maar één manier om de financiële functie te organiseren, zelfs bij twee vergelijkbare ondernemingen.

4.2. Vervolgens zij tot goed begrip aangetekend dat het hier vooral gaat om de *financieringsfunctie*. Het woord financieel in relatie tot de financiële functie in de onderneming krijgt zeker in vele Amerikaanse, maar soms ook in Nederlandse beschouwingen een veel grotere reikwijdte dan met de strikte financieringstaak overeenstemt. In Amerikaanse literatuur krijgt het woord „financial” meermalen een begripsinhoud die in onze taal beter met „economisch” dan met „financieel” wordt aangeduid.

Trouwens, bij het interpreteren van begrippen en functies uit Amerikaanse ondernemingen en uit de literatuur daarover - denk bijvoorbeeld aan „controller”, „treasurer” en „financial function” - dient de gehele context van de organisatie van de leiding te worden betrokken. Op relevante punten vertonen Amerikaanse ondernemingen terzake immers veelal afwijkingen ten opzichte van Europese ondernemingen. Concreet heeft de financiële functie in de „Europese” onderneming primair en in hoofdzaak bemoeienis met respectievelijk verantwoordelijkheid voor de creditzijde van de balans. De debetzijde is voor de financieringsfunctionarissen een gegeven; een uitzondering geldt slechts voor de liquide middelen. Bij de zorg voor liquiditeit, solvabiliteit en, voorzover liggend binnen hun verantwoordelijkheid: voor de rentabiliteit, bestaat er een interrelatie tussen de vermogensstructuur en de liquide middelen. Beïnvloeding van het een kan niet los wor-

den gezien van beïnvloeding van het ander en dient derhalve binnen één verantwoordelijkheid te berusten.

Overigens zijn de financieringsfunctionarissen ook niet verantwoordelijk voor de gehele creditzijde in die zin dat de beheersing van de crediteurenpost - als onderdeel van het werkkapitaal - niet tot hun taak behoort. Ik ga er van uit dat de beheersing van het werkkapitaal, althans voorraden, debiteuren en crediteuren, primair een verantwoordelijkheid is voor het (lijn)management en niet van functionele - in dit geval op de financiering gerichte - organen in de onderneming. Daarmede wijk ik dus - uit overwegingen van doelmatigheid - voor de Europese onderneming in het algemeen af van de taaktoebedeling zoals die in vele Amerikaanse bedrijven gevonden wordt („credits” en „collection” binnen de taak van de treasurer).

4.3. Op welke wijze nu is de aldus wat „gezuiverde” financiële functie bij de multinationale georganiseerd? Ook bij dit organisatieprobleem is de keuze tussen centralisatie en decentralisatie aan de orde. Wellicht is er geen functie in de onderneming die meer vraagt om centralisatie dan de financiële functie. Het is niet toevallig dat zelfs waar een uiterst minieme gestie uitgaat van de centrale (holding, hoofdkantoor) op de onderdelen, zoals bv. bij de echte conglomerates, toch de financiële functie in belangrijke mate gecentraliseerd is. De voordelen van centralisatie springen in het oog; het zijn vooral de *schaal* waarop zaken kunnen worden gedaan en de *deskundigheid* die men op één plek verantwoord bijeen kan brengen. Daarnaast hebben de grotere financieringsbeslissingen - al eerder werd gesteld dat die een zeker ad hoc karakter hebben - veelal een zodanige betekenis voor de onderneming dat de voorbereiding en uitvoering vlak bij de hoogste leiding opportuun is te achten. Tenslotte is van belang, dat slechts op 't centrale punt alle informatie over huidige en toekomstige beschikbare middelen ter beschikking staat en dat, zoals hierboven beschreven, veelal een aantal alternatieven beschikbaar is, over welke de lokale leiding niet kan beschikken en waarvan slechts centraal de consequenties kunnen worden afgewogen.

Overigens volgt uit deze overwegingen geen volledige centralisatie van de financieringsfunctie. Vooral waar in de multinationale onderneming met meerdere activiteiten in verschillende landen, naast een op de activiteiten cq. artikelen gebaseerde organisatie ook een zekere geografisch georiënteerde organisatie bestaat kan een bepaalde decentralisatie vruchtbaar zijn. Het gebruik maken van de kennis, reputatie en relaties in het financiële vlak van het lokale management geeft veelal een zeer waardevolle aanvulling op de „faciliteiten” die op het hoofdkantoor beschikbaar zijn. Zelfs binnen een land kunnen deze factoren soms een rol spelen.

Daarnaast is er behalve deze zakelijke ook nog een meer psychologische, maar daarom niet minder reële overweging om het lokale (lijn)management voor een deel in de financiële functie te laten participeren. Die overweging is dat vele directeuren graag een zekere bemoeienis hebben met financiële aangelegenheden, respectievelijk in de contacten met banken en andere financiers betrokken worden. In de wellicht boeiende achtergronden van deze voorkeur zullen wij ons hier niet verder verdiepen; mogelijk speelt de behoefte aan een meer volledige, integrale verantwoordelijkheid 'n zekere rol.

4.4. Een in hoofdzaak gecentraliseerde financieringsfunctie, in beperkte mate aangevuld met decentrale elementen zal overigens slechts werkbaar zijn in een concern dat bij de dekking van de financieringsbehoeften overwegend uitgaat van het concept van de zogenoemde „totale” financiering. In essentie wordt daarmee bedoeld dat bij de „additionele” dekking gelet wordt op het totaal van de bestaande én additionele behoefte enerzijds en van de reeds aanwezige dekking - naar termijn, vorm enz. - anderzijds. Kiezen voor dit concept sluit overigens een beperkte toepassing van de zogenoemde partiële financiering geenszins uit. In een aantal gevallen liggen objectfinancieringen voor de hand omdat òf de zekerheid die aan bepaalde activa verbonden kan worden gunstige condities impliceert (hypotheek) òf bepaalde activa uit andere overwegingen gunstige specifieke financieringsmogelijkheden meebrengen. Te denken valt hier aan de internationale concurrentie tussen nationale regeringen op het terrein van eigen afzet-bevorderende „zachte” credieten aan ontwikkelingslanden of bijvoorbeeld aan de gunstige credietfaciliteiten, eveneens veelal op basis van regeringssteun, bij de aanschaf van nieuwe schepen.

4.5. De eisen die men aan de multinational als organisatie strikt van het bedrijf uit moet stellen terwille van effectiviteit en efficiency worden de laatste jaren in toenemende mate doorkruist door „nationale” overwegingen. Dat zal, naar verwacht moet worden, het geografische element in de organisatie gaan versterken, ook waar dat van het bedrijf uit gezien niet opportuun is. Op het terrein van de financiering zal deze invloed echter wellicht later merkbaar worden dan op het gebied van de medezeggenschap of van de investeringen.