

VOORFINANCIERING ALS INSTRUMENT VAN FINANCIERINGSBELEID OP LANGERE TERMIJN

door Dr. P. Gootjes

Voorfinanciering is de laatste jaren een veelgebezigde term geworden voor allen, die zich op enigerlei wijze bezighouden met de financiering van bedrijven. Men bedoelt daarmee tot uitdrukking te brengen het treffen van tijdelijke voorzieningen voor vermogensbehoeften, die zich plotseling voordoen of die men binnen korte tijd meent te projecteren.

Terwijl men vóór de tweede wereldoorlog voornamelijk slechts het zg. „Anlagekredit” als zodanig in de literatuur tegenkwam, leest men tegenwoordig over financiering met tijdelijk vermogen voorafgaande aan latere reservevorming, aandelenemissies, langlopende leningen etc. De oorzaak van deze grotere aandacht moet naar onze mening voornamelijk gevonden worden in het meer en meer opnemen van de financiering onder de beleidsvraagstukken op langere termijn, waarvoor *de Lange* in zijn dissertatie ook een belangwekkend pleidooi heeft gehouden ¹⁾. Terwijl men vroeger in het algemeen een zg. partiële financiering toepaste, d.w.z. elk te financieren object afzonderlijk bezag en niet een mogelijke inpassing in de totale toekomstige vermogensbehoefte op langere termijn, is dit - o.m. door baanbrekend werk van Th. Limperg en J. L. Mey jr. - thans wel anders geworden. Juist daardoor worden tijdelijke financieringsmogelijkheden anders bezien, namelijk wanneer men om nog nader te behandelen redenen, het beleid op langere termijn wel kan projecteren, maar nog niet kan of wil verwezenlijken dus ook nog niet de meest rationele financiering. Zou men uit dezen hoofde de toenemende belangstelling voor voorfinanciering „gezond” mogen noemen, er is helaas een andere oorzaak, die als minder gunstig moet worden beschouwd, nl. de feitelijke situatie op de vermogensmarkt op het moment, dat de behoefte zich voordoet. Deze situatie leidt soms tot noodoplossingen, die men later hoopt te verbeteren. Schijnbaar wordt het begrip voorfinanciering hier in dezelfde betekenis gebruikt maar in wezen is er groot verschil. In het eerste geval past de voorfinanciering doelbewust in het totale financieringsbeleid; in het tweede geval kan men eigenlijk niet van een zelfstandig beleid spreken. Men laat zich dan geheel beïnvloeden door de situatie van het ogenblik, met hoop op een meer passende gelegenheid in de toekomst.

Dit laatste geval zouden wij in het vervolg van dit artikel *noodfinanciering* willen noemen, teneinde het onderscheid duidelijk te doen uitkomen. Hoewel wij tegenstander zijn van een voortdurende uitbreiding van de bedrijfs-economische woordenlijst, mag dit toch niet uit de weg worden gegaan, indien een nieuwe en belangrijk verschillende begripsinhoud deze uitbreiding nodig maakt en dat is hier o.i. het geval. Duidelijk onderscheiden wij dus tussen *voorfinanciering* en *noodfinanciering*.

Bij *voorfinanciering* dient gesteld te worden, dat de wijze van financiering primair is ingesteld op de *vermogensbehoefte* en niet op het *vermogensaanbod*. De Lange heeft in zijn eerdergenoemde dissertatie betoogd, dat de bedrijfseconomische theorie lange tijd te weinig aandacht heeft geschonken aan de dynamische aspecten in de levensgang der bedrijfshuishoudingen. Hij heeft met het oog daarop een - naar zijn mening - dynamische finan-

¹⁾ A. Th. de Lange: *Beleids-elementen in een dynamische financieringstheorie* diss. Leiden 1957.

cieringstheorie aanbevolen, waarin veranderingen in de beleidselementen - dus ook aanpassingen aan zich wijzigende omstandigheden - een plaats vinden. Het is, dunkt ons, wel mogelijk een discussie te beginnen over de wijze, waarop de Lange in dit verband de begrippen statisch en dynamisch hanteert, maar daartoe is dit artikel niet bestemd. De benaming is bijzaak als men maar vaststelt - en dat doet de Lange - dat de theorie, wil zij normatief zijn, ook steun moet kunnen verlenen bij het optreden van verschijnselen, die het bedrijfsbeleid voor kortere of langere tijd doen wijzigen. Juist daarom dient een moderne financieringstheorie oorzaken en vormen van voorfinanciering te toetsen aan een zelfstandig financieringsbeleid en op grond van zulk een toetsing vast te stellen, welke vormen bedrijfs-economisch toelaatbaar en eventueel zelfs aanbevelenswaardig zijn. Men behoeft van zulk een onderzoek geen opzienbarende *wijzigingen* van de theorie te verwachten, doch eerder enige *aanvullingen* op de thans vrijwel algemeen in de literatuur aanvaarde normen. Deze kunnen aan het geheel een meer dynamisch karakter geven, zonder de algemene geldigheid van de theorie geweld aan te doen. Dit artikel wil diverse voorkomende gevallen van voorfinanciering kritisch bezien op hun bedrijfseconomische rationaliteit, als men de eerdergenoemde beleidselementen onderschrijft.

Door welke oorzaken kan de bedrijfsleiding ertoe gebracht worden voorfinanciering, dus tijdelijke financiering, te overwegen? Wij zouden deze oorzaken in drie groepen willen verdelen, na nog terloops te hebben opgemerkt, dat het bij voorfinanciering altijd over *gestegen* vermogensbehoeften gaat:

- a. het optreden van onverwachte externe gebeurtenissen, waarvan men de consequenties voor de toekomstige vermogensbehoefte niet op korte termijn kan overzien en oplossen.
- b. het bewust uitstellen van de uiteindelijk gewenste financiering, omdat deze - zo meent men - later min of meer automatisch verwezenlijkt wordt, dan wel kan worden ingebouwd in het gehele financieringsplan.
- c. het voorlopig opvangen van gestegen vermogensbehoeften als gevolg van een veranderde bedrijfspolitiek - b.v. invoering van een nieuw artikel - waarvan men nog niet definitief kan beoordelen of dit op de duur rationeel moet worden geacht.

Achtereenvolgens worden deze oorzaken nu nader uitgewerkt.

De sub a bedoelde externe gebeurtenissen zijn ons de laatste jaren niet onbekend: Koreahausse, tragere betalingen door bestedingsbeperkingen, devaluatiegeruchten, accijnsverhogingen enz.

In het algemeen uiten deze gebeurtenissen zich in stijging van de kapitaalcomponenten Voorraden of Debiteuren. Men weet niet tevoren of deze stijgingen van tijdelijke, dan wel van blijvende aard zullen zijn. In de *praktijk* reageert men op deze onverwachte vermogenstekorten op de volgende wijze: afnemende kasreserve - oplopen van de post crediteuren - beroep op de bank. De gestegen bankrente heeft deze volgorde wel tot een „standaard” gemaakt d.w.z. dat de bank op de laatste plaats komt.

In de *theorie* heeft men zich van deze situaties o.i. wel eens te gemakkelijk afgemaakt door te stellen: de optredende prijsstijgingen worden voor de normale voorraden bij een juiste toepassing van de vervangingswaarde-theorie automatisch opgevangen: elke kwantitatieve stijging van de voorraden draagt voorts een speculatief karakter en valt als zodanig buiten een algemeen geldende theorie. Men verwaarloost, door zo te redeneren, geheel

de post Debiteuren, terwijl het etiket „speculatief” in de praktijk meer en meer het denigrerend karakter verliest en een ruimere voorraadpolitiek in de beleidselementen wordt opgenomen, indien men de te nemen maatregelen voldoende heeft doordacht en tevoren weerstandsvermogen heeft gekweekt. Het is wel duidelijk, dat het merendeel van bovengenoemde gebeurtenissen niet past in een financieringsplan op lange termijn, omdat de situatie zich dikwijls vrij snel herstelt in de buurt van het oude peil, als de vruchten ongegrond blijken te zijn.

De praktijk leert ons echter, dat de weg heen sneller gaat dan de weg terug.

M.a.w. de gestegen financieringsbehoefte wordt pas na vrij lange tijd of nooit ongedaan gemaakt. Aldus komt de bedrijfsleiding op een gegeven moment toch voor de overweging te staan, het uit hoofde van rentabiliteit te dure „geïmproviseerde” vermogen door andere soorten te vervangen, zodat hier wel degelijk van voorfinanciering sprake is.

Wij gebruikten juist de term geïmproviseerd, om tot uitdrukking te brengen, dat men zich deze toekomstige ontwikkeling bij het aangaan van de verplichtingen op korte termijn meermalen te weinig bewust is en dan later voor de vervanging min of meer in een dwangpositie wordt gebracht en soms zelfs het financieringsbeleid ten dele uit handen moet geven. Naarmate de aanvankelijke kasreserve kleiner is, is deze kans groter. Het is daarom, dat wij willen pleiten voor een belangrijke *kasreserve* als middel om het financieringsbeleid geheel in handen te houden, teneinde op een zelf gekozen moment tot definitieve voorzieningen te kunnen overgaan. Wil dit middel effectief zijn, dan zal uit die definitieve voorziening allereerst de kasreserve weer tot zijn oorspronkelijke grootte moeten worden teruggebracht. Men zal ons wellicht tegenwerpen, dat wij bij deze aanwijzing een theoretisch uitgangspunt verzaken, nl. dat de financiering steeds dient te geschieden met zo laag mogelijke offers. Immers, zo zou men redeneren, de kasreserve zal moeten voortspruiten uit permanent vermogen, waarvan de prijs momenteel op 7 % getaxeerd mag worden. Hiertegenover staat een maximale opbrengst van $\pm 3\%$ bij depositobelegging voor enige maanden vast en van $\pm 1\%$ bij belegging met onmiddellijke opvragingsmogelijkheid, gemiddeld dus $\pm 2\%$. Schijnbaar legt men hier dus geld op toe!

Realiseert men zich dan echter wel voldoende, dat in geval van een kasreserve van f 100.000, de jaarlijkse „offers” f 7000 bedragen?

Stel dat men vier maanden voorfinanciert. Het offer wordt dan ver-

minderd met $\frac{8}{12} \times \frac{2}{100} \times f 100.000 = f 1333$ tot f 5667. Financiert men

deze maanden met kort krediet, waarvan de prijs zeker gesteld mag worden

op 8 %, dan kost dat $\frac{4}{12} \times \frac{8}{100} \times f 100.000 = f 2666$ plus de zekerheden

en bindingen, die de kredietgevers doorgaans eisen. De prijs van de beleidshandhaving is zeker niet te hoog en wordt nog lager, naarmate de voorfinanciering langer duurt, terwijl men op deze wijze een uiterst dynamische financieringswijze verkrijgt in een tijd van hoge rentestand en moeilijk beschikbaar zijn van kort krediet. Wanneer men in de literatuur de doeleinden van reservevorming opsomt, komt men de vorming van een liquiditeitsreserve uit de winst doorgaans niet tegen. Juist de gebeurtenissen in de recent achter ons liggende jaren hebben wel aangetoond, dat het bewust aanvaarden van een economisch zelfstandig te noemen vruchtdrager, die in eerste aanleg weinig vruchten schijnt af te werpen, een voorfinanciering

van onverwachte externe gebeurtenissen mogelijk maakt, waarvan het resultaat is een autonoom opgesteld financieringsplan op langere termijn. In dit financieringsplan kunnen dan de blijvende gevolgen van de genoemde externe gebeurtenissen op zo voordelig mogelijke manier worden verdisconteerd. Uiteindelijk zijn daarom de offers van een redelijke kasreserve als economisch onvermijdbaar te beschouwen. Incidentele voorziening in nood brengt meer offers met zich dan voorfinanciering uit een weloverwogen opgezette kasreserve. De aanvankelijk gederfde vruchten ¹⁾ zullen later vervelvoudigd aan de rentabiliteit ten goede komen. Wij zouden dan ook behalve voor een vervangingsnoodzaak willen pleiten voor de noodzaak van voortdurende aanvulling van een kasreserve tot een niveau, dat in evenredigheid dient te staan tot de overige kapitaalcomponenten. Van *winstuitkering* zal geen sprake kunnen zijn zolang deze aanvulling niet is geschied. Beogen wij een ijzeren *kasvoorraadtheorie* in plaats van Schmalenbach's beroemd geworden ijzeren voorraadtheorie? Geenszins. Het bedrag van de kasvoorraad zal dienen te evolueren met de omvang van de bedrijfs-huishouding. Een groeiend bedrijf behoeft een groeiende kasvoorraad. Om toch nog eens met Schmalenbach te spreken zal een aanvankelijk lagere „Periodengewinn” resulteren in een uiteindelijk grotere „Totalgewinn”, waarbij de nadelen van gedwongen omzetting of voortzetting van voorfinanciering in de vorm van cessies, leveranciers- of bankcontrole, verplichte commissarisplaatsen, uitstel van eigenlijk noodzakelijke aankopen van andere activa, etc. niet eens of zeer moeilijk in geld zijn uit te drukken. Op de vraag „waar blijft de tijd van de directeur” kan helaas o.i. te veel nog geantwoord worden: in financiële besprekingen en perikelen tengevolge van het niet bewust opzetten van een voorfinancieringsreserve voor onverwachte externe voorvallen. Ook op dit gebied brengt een weloverwogen en steeds beschikbare kasreserve dus besparingsmogelijkheden, die moeilijk nauwkeurig in geld zijn uit te drukken, maar zeer zeker omvangrijk zijn.

Als *tweede oorzaak van voorfinanciering* noemden wij het bewust uitstellen van de uiteindelijk gewenste financiering, omdat deze - zo meent men - later min of meer automatisch verwezenlijkt wordt, dan wel moet worden ingebouwd in het gehele financieringsplan op langere termijn.

In de bedrijfseconomische theorie is het *diversiteitsverschijnsel* bij de bepaling van de uiteindelijke vermogensbehoefte algemeen bekend. Wanneer men inderdaad van een financierings*beleid* wil spreken, dan kan dat nooit betrekking hebben op opportunistische voorzieningen, maar wel op het vooruitzien naar latere inpassing van de nu optredende nieuwe vermogensbehoeften in het toekomstige geheel. Daarbij ervaart men, dat door het optreden van het diversiteitsverschijnsel de konstante kern van de vermogensbehoeften wordt vergroot, naarmate meer activa volgtijdelijk worden verkregen. Kan men het groeien van deze kern - in verband met het expansieplan op langere termijn - vermoeden, dan is voorfinanciering van de huidige uitbreidingen tot aan het bereiken van de geraamde kern gewenst, vooral wanneer men door winstinhouding zelf een reserve kan opbouwen, die t.z.t. op de meest rationele wijze in de permanente vermogensbehoefte kan voorzien. Aangezien het bereiken van de geraamde kern verscheidene jaren kan duren, vooral afhankelijk van de volgtijdelijke aanschaffing van duurzame activa en uitbreiding van voorraden, heeft de voorfinanciering hier niet alleen betrekking op korte kredieten, maar ook op langdurig tijdelijk vermogen en het is ook in dit verband, dat onze vak-

¹⁾ De gestegen rentestand doet deze vruchten toch nog groeien!

terminologie met „middellang” krediet is uitgebreid, doorgaans verstrekt in de vorm van onderhandse leningen. In zijn eerder genoemde dissertatie schenkt ook de Lange hieraan aandacht, waarbij hij zijn lezers voorhoudt, „dat wij de voorfinanciering van de reservevorming met leningen een financieringsvorm achten, welke weliswaar voor de ondernemingen grote aantrekkelijkheid bezit, maar welke eerst in een vergevorderd stadium van financieel beleid kan worden toegepast”¹⁾. Uit zijn beschouwingen blijkt duidelijk, dat hij hierbij het oog heeft op de aflossingsverplichtingen welke dergelijke leningen met zich brengen en die naar de mening van de Lange zodanig flexibel dienen te zijn, dat er behoudens bepaalde minima, naar wens van de geldnemer in gunstige jaren vlotter kan worden afgelost²⁾.

Onder dezelfde categorie valt ook het zg. *anticipatiekrediet*, dat de banken verlenen, doch - volgens de Lange - alleen rationeel aan die bedrijfshuishoudingen, die een positief financieringsbeleid in het verleden hebben getoond, d.w.z. met succes weten te streven naar een „open markt”³⁾. Het komt ons voor, dat de Lange bij zijn beschouwingen over anticipatiekredieten teveel het oog gericht heeft gehad op die bedrijven, die inderdaad op die „open markt” terecht kunnen, omdat zij een bepaald geplaatst aandelenvermogen hebben bereikt. De Nederlandse praktijk zou dan het anticipatiekrediet slechts tot een vrij klein aantal bedrijfshuishoudingen beperken en dat is in feite zeker niet het geval. Juist bij de besloten N.V. treft men anticipatiekrediet - vooruitlopend op grotere deelname van belanghebbenden dan wel op een toenemende reservevorming, die uit het beleid van de laatste jaren mag worden afgeleid - zeer veel aan en de oprichting van afzonderlijke *maatschappijen tot het verstrekken van middellange kredieten* houdt hier o.i. direct verband mee.

Men kan van mening verschillen over de vraag, of een *handelsbank* dergelijke kredieten *mag* verstrekken. Voor onze beschouwingen is slechts van belang, dat de banken het menigmaal doen, waarbij vast dient te staan, dat de bank aan de bedrijfshuishouding geen onverwachte moeilijkheden in de weg kan leggen, zolang deze zich houdt aan de bij de opzet van de kredietovereenkomst vastgelegde gedachten. Indien het inderdaad *open N.V.'s* betreft, biedt de onderhandse lening vele mogelijkheden, vooral indien het *beleid* erop gericht is, later zelf in de vermogensbehoefte te voorzien en toch ook voor de eerstkomende jaren een *zelfstandig* beleid dient te worden veiliggesteld.

Bervoets heeft enige tijd geleden de onderhandse lening voornamelijk bezien van de zijde van de beleggers⁴⁾. Hij wijst daarbij op de mogelijkheid van *voorbelegging*, nl. het via het persoonlijke contact toezeggen van verstrekingen op een later tijdstip, tegen nu reeds vast te stellen voorwaarden. Het plan gaat daarbij uit van de kredietbehoevende bedrijfshuishouding, de leningsvoorwaarden kunnen aan haar speciale behoeften worden aangepast en de belegger weet tevoren, waarop hij kan rekenen.

Indien - zoals *Bervoets* ook opmerkt - deze belegger bij de voorbelegging rekening houdt met een zeer voorzichtige liquiditeitsprognose, kunnen voorbelegging en voorfinanciering in de hier door ons bedoelde omstandigheden hand in hand gaan op een wijze, die beide partijen bevrediging schenkt. Dit sluit derhalve rechtstreeks aan op onze beschouwing.

Tenslotte de *voorfinanciering in het geval van gedeeltelijke expansie*

1) De Lange t.a.p. blz. 170

2) De Lange t.a.p. blz. 169

3) De Lange t.a.p. blz. 161

4) K. Bervoets: De onderhandse lening als beleggingsfiguur; maandschrift *Economie*, Februari 1957.

(b.v. een nieuw artikel), waarvan het succes moet worden afgewacht en dus een definitieve voorziening in het kader van het bedrijfsbeleid nog niet wordt gewenst. Dit geval staat eigenlijk tussen de beide vorige in. Enerzijds kan men de consequenties voor de toekomstige vermogensbehoefte nog niet voorzien (geval a), anderzijds dient - bij succes - het tijdelijk te financieren object te worden ingepast in het gehele financieringsplan (geval b).

De zo juist behandelde voorbelegging van de institutionele beleggers komt hier niet in aanmerking, uit hoofde van de eerder vermelde - aan de Lange ontleende - voorzichtigheidsargumenten.

Het anticipatiekrediet van de zijde der banken is eigenlijk om dezelfde reden af te keuren. Zodoende blijven bij nadere beschouwing slechts leverancierskrediet, afnemerskrediet en financiering uit een „actieve” reserve over. *Afnemerskrediet* valt slechts te overwegen, indien het nieuwe product op aandring van de afnemer wordt opgezet. Indien het leverende bedrijf deze afnemer deel geeft in de kostenbesparing van deze voorfinanciering, is hiervan veel goeds te verwachten en - als de proef mislukt - de financiële afwikkeling gemakkelijk. Wij hebben dit in de praktijk reeds meermalen geadviseerd en met succes.

Indien de producent *zelf* een nieuw artikel op de markt brengt, blijven slechts twee wijzen van voorfinanciering over:

Het *leverancierskrediet* kan uiteraard slechts een gedeelte van de benodigde middelen opleveren, omdat de productie naast grondstoffen ook andere offers vereist. Nochtans is de mogelijkheid hiertoe vaak groter, dan men oppervlakkig meent, omdat ook de leveranciers grotere toekomstige afzetmogelijkheden voorzien en daarom tot medewerking bereid zijn. Voor het handhaven van het zelfstandig beleid behoeft hierdoor geen gevaar te ontstaan, indien men het doorlopend benodigde weerstandsvermogen niet uit het oog verliest. Voor het restant kan de door ons sub a gepropageerde *kasreserve* hier benut worden, mits de aanvulling geschiedt op het moment, dat de productie van het nieuwe artikel definitief wordt gecontinueerd.

Wij willen thans onze beschouwingen *samenvatten*. Onze probleemstelling luidde: Is voorfinanciering mogelijk, met behoud van het zelfstandige financieringsbeleid? Allerlei nadelen van het verlies dezer zelfstandigheid zijn moeilijk exact in geld waardeerbaar. Juist daarom is het van belang dat wij hebben vastgesteld dat voorfinanciering - mits op de juiste wijze toegepast - mogelijk blijkt, zonder de rentabiliteit ernstig aan te tasten. Indien de voorfinanciering word uitgevoerd op de wijze, zoals wij in dit artikel beoogden, *maakt eigenlijk die voorfinanciering deel uit van het financieringsbeleid* of wordt daaraan op kortere of langere termijn gekoppeld.

Het is te meer verheugend, dat de bedrijfseconomische theorie hierbij nergens geweld werd aangedaan. Eerder werd juist bij onze beschouwingen uitgegaan van de grote financieringsvoordelen welke behaald kunnen worden als men die theorie tot uitgangspunt neemt, welke de voordelen van het gebruik maken van het diversiteitsverschijnsel bij het bepalen van de gehele vermogensbehoefte overduidelijk heeft aangetoond, door kostenbeginsel en liquiditeitsbeginsel te verenigen.

J. L. Mey heeft in 1956 nog eens een pleidooi gehouden voor een doelmatige combinatie van totale en partiele financiering, zulks in reactie op een artikel van Pruyt, waarin gepoogd werd, een andere brug tussen deze opvattingen te slaan ¹⁾. Mey zegt o.m. dat men onder dynamische ver-

¹⁾ Prof. Dr. B. Pruyt: Het jaarverslag en de liquiditeit („Naamloze Vennootschap” April 1956) en de reactie daarop van Prof. Dr. J. L. Mey in het Juli/Aug. '56 nummer van hetzelfde tijdschrift.

houdingen het financieringsvraagstuk eveneens als een kostenvraagstuk kan zien, mits men het te bereiken weerstandsvermogen maar als gegeven beschouwt.

Ook bij deze stelling - welke wij onderschrijven - past de thans door ons gepropageerde reserve als bron van voorfinanciering. Men verkrijgt op deze wijze een versterking van de beleidselementen in de financiering, met gelijktijdige vergroting van de dynamiek. Hierin moet het grote voordeel van voorfinanciering - mits geen noodfinanciering en toegepast op de juiste manier en in de geijkte gevallen - worden gezien. In dit artikel konden alleen de grote lijnen van voorfinancieringsmethoden worden aangegeven. Later zal in een volgend artikel op de technische uitwerking daarvan nog nader worden ingegaan.