

Basisprincipes van bedrijfssecuritatie

Dennis Vink

Vink, Dennis, Ed M. Sprokholt, Leo P.F. van der Voort. "Een innovatie in buy-out financiering : de basisprincipes van bedrijfssecuritatie." Tijdschrift voor Financieel Management 6 (2001): 21-30.

Keywords:

activa securitatie, asset securitization, asset securitisation, whole business, bedrijfsfinanciering.

www.dennisvink.nl

E. M. Sprokholz, D. Vink en L.P.F. van de Voort

INNOVATIE IN DE FINANCIERING VAN BUY-OUTS: DE BASISPRINCIPES VAN BEDRIJFSSECURITISATIE

In het Verenigd Koninkrijk wordt sinds enkele jaren met veel succes een nieuwe vorm van financiering toegepast bij buy-outs, de zogenaamde bedrijfssecuritisatie. Bij deze vorm van financiering wordt een securitisatiestructuur gebruikt die het mogelijk maakt om de buy-out voor een aanzienlijk deel te financieren door de uitgifte van obligaties met zeer lange looptijden en een gunstige kredietbeoordeling met navenante financieringslasten. Dankzij flexibiliteit in de financieringsvoorwaarden staat deze hoge leverage bovendien de noodzakelijke uitbreidingsinvesteringen ten behoeve van een buy and build-strategie niet in de weg. Deze vorm van financiering kan onder bepaalde omstandigheden worden gebruikt bij het van de beurs halen van divisies of van gehele ondernemingen met goed voorspelbare kasstromen. De recente renaissance van het Britse kroegwezen leert dat een gehele bedrijfstak mede dankzij bedrijfssecuritisatie een nieuw aangezicht kan krijgen.

Drs. E.M. (Eduard) Sprokholz en drs. D. (Dennis) Vink zijn als universitair docent verbonden aan het Center for Finance van Universiteit Nyenrode. Drs. L.P.F. (Leo) van de Voort is CFO/lid RvB van Flex Group Nederland. Reacties op dit artikel kunt u richten tot d.vink@nyenrode.nl

In de afgelopen jaren hebben veel bedrijven aandeelhouderswaarde weten te scheppen door gebruik te maken van inmiddels welbekende verzelfstandigingsmethoden zoals de spin-off, de equity carve-out, en meer recentelijk de uitgifte van tracking stock.¹ Deze manieren van verzelfstandiging worden vooral toegepast bij bedrijfssonderdelen die concurreren in nieuwe, snelgroeiende bedrijfstakken waar het grote geld pas sinds kort of na verloop van enige jaren verdient gaat worden en waar de bedrijfswaardering bovendien sterk fluctueert. Verschillende Europese telecommunicatie- en technologiebedrijven hebben deze methoden recentelijk toegepast om bijvoorbeeld hun mobiele-telefoniedivisie of inter-netdivisie te verzelfstandigen, of zijn dit ondanks het verslechterde beursklimaat nog steeds van plan.

De aldus opgerichte, nieuwe bedrijven erven over het algemeen een lage schuld van het moederbedrijf, omdat in de komende jaren de inkomende kasstromen aangewend dienen te worden voor de

financiering van verdere expansie. Een hoge schuldenlast zou deze financiering in gevaar kunnen brengen en hiermee de uitoefening van de uiterst waardevolle reële opties kunnen verhinderen.² Daarnaast bestaat slechts een beperkt deel van de ondernemingswaarde uit solide activa, wat verschaffers van vreemd vermogen afschrikt: in geval van liquidatie zal de verkoop van activa immers weinig opbrengen.

In sectoren met een lage omzetgroei, stabiele marges en navenant redelijk nauwkeurig in te schatten kasstromen, worden genoemde verzelfstandigingsmethoden minder vaak toegepast. In dergelijke sectoren zijn de voordelen van een beursnotering veelal beperkt en wegen ze niet op tegen de kosten die dit met zich meebrengt. Verzelfstandiging middels verkoop aan een investeringsmaatschappij, gedeels gefinancierd met schuld, kan dan de optimale methode zijn om de prestaties en waarde van de divisie te maximaliseren.

Nadat in de VS de technieken van gespecialiseerde buy out-investeerders in de afgelopen twee

decennia zijn geperfectioneerd en hier bovendien uitgebreid over geschreven is in de financiële pers en academische literatuur (Baker & Smith, 1998), is in de tweede helft van de jaren negentig ook de Europese markt voor buy-outs tot bloei gekomen. Mede dankzij de grote sommen kapitaal die beschikbaar zijn gesteld door institutionele beleggers voor de financiering van buy-outs, is er ook in Nederland reeds een aanzienlijk aantal (delen van) beursgenoteerde bedrijven verworven door dergelijke investeringsmaatschappijen uit binnen- en buitenland. Ook gehele bedrijven zijn door deze investeerders van de beurs gehaald middels public to private-transacties.

Dankzij de gestage kasstromen die deze bedrijven genereren, is een hoge financieringslast veelal mogelijk, vandaar de naam 'leveraged buyout' (hierna: LBO). De financiële druk die hiervan uitgaat, kan door een gemotiveerd management worden aangewend om aanzienlijk meer waarde uit het bedrijf te persen dan onder publiek eigendom voor mogelijk werd gehouden (Jensen, 1989). Het optimaal structureren van de schuld is veelal cruciaal voor het welslagen van de transactie en is zeker geen sinecure.

Bij de traditionele LBO worden mogelijke gevaren van een hoge schuldenlast, zoals de prikkel tot activa-substitutie over te gaan, beperkt door actief toezicht door de verschaffer van kort bankkrediet met behulp van stringente covenanten (Park, 2000). Langlopende schuld wordt bij voorkeur publiekelijk geplaatst. Amerikaanse ervaringen uit de jaren tachtig hebben geleerd dat de financiële structuur sterk afhangt van het klimaat op de obligatiemarkt (Kaplan & Stein, 1993). Fluctuaties in de risicopercepties op de obligatiemarkt blijken bovendien een grote invloed te hebben op het transactievolumen.

In dit artikel worden aan de hand van enkele recente transacties de basisprincipes van een alternatieve vorm van buy out-financiering uiteengezet, die sinds enkele jaren in het Verenigd Koninkrijk herhaaldelijk is toegepast. Bij een zogenoemde 'whole of business securitisation', in dit artikel bedrijfssecuritisatie genoemd, wordt gebruik gemaakt van securitisatietechnieken waardoor een

hoge schuldenlast mogelijk wordt. Het blijkt dat bedrijfssecuritisatie onder bepaalde omstandigheden een geëigend instrument kan zijn om de financieringsstructuur te optimaliseren.

Bedrijfssecuritisatie is door enkele private equity-huizen in Engeland recentelijk met groot succes toegepast bij het financieren van buy-outs in diverse sectoren. Gekozen is voor een bedrijfssecuritisatie vanwege de lagere financieringskosten, de behoefte aan langetermijnfinanciering en de noodzaak om een hoge mate van operationele flexibiliteit te behouden. Deze structuur heeft veel waarde gecreëerd voor verschillende investeringsmaatschappijen, zoals wordt geïllustreerd uit het feit dat één van de pioniers van deze structuur, Guy Hands, enkele jaren geleden de bestbetaalde bankier was in de City.³ Dit artikel beoogt de lezer kennis te laten maken met de financieringsterminologie bedrijfssecuritisatie, waarbij de elementen die bedrijfssecuritisatie zo aantrekkelijk maken uitvoerig aan bod zullen komen.

Bedrijfssecuritisatie

Definitie

Bedrijfssecuritisatie kan als volgt worden omschreven: *Bedrijfssecuritisatie is een vorm van 'asset-backed financing'⁴ waarbij specifieke operationele of alle activa via een special purpose vehicle (hierna: SPV) op de obligatiemarkt wordt gefinancierd, en de originator⁵ de volledige zeggenschap behoudt over de gesecuritiseerde activa. Bij faillissement van de originator wordt deze zeggenschap overgedragen aan de SPV voor de resterende termijn van de financiering.*

Het behoud van zeggenschap is gewenst omdat de originator de competentie heeft de waarde van de activa te maximaliseren middels actief management en investeringsbeleid. Bedrijfssecuritisatie onderscheidt zich daarmee van traditionele vormen van securitisatie, bijvoorbeeld van een portefeuille van hypotheeken of voorraadfinanciering waarbij de activa veelal van de originator worden afgezonderd ('true sale'). Slechts in geval van faillissement verwerft de SPV de zeggenschap, zodat de

obligatiehouders voorrang hebben op overige crediteuren van de originator en de SPV de activa naar eigen goeddunken kan beheren.

SPV

De originator geeft de activa en de daaruit voortvloeiende toekomstige kasstromen in onderpand aan een speciaal daartoe opgerichte juridische eenheid, de SPV. De toekomstige kasstromen worden door de SPV liquide gemaakt op de obligatiemarkt door middel van uitgifte van verhandelbaar vreemd vermogen aan een groep beleggers. Omdat de kasstromen die gegeneerd worden door de gesecuritiseerde activa primair gebruikt worden om aan de verplichtingen van het vreemd vermogen te voldoen, heten de uit te geven effecten collateralised debt obligations (hierna: CDO's).

Het geld dat de SPV ontvangt, wordt vervolgens ter beschikking gesteld aan de originator door middel van een zogenoemde 'term loan agreement' (Downey, 1999). Middels deze overeenkomst oefent de SPV toezicht uit op het management van de gesecuritiseerde activa door middel van financiële rapportagevoorschriften en flexibele covenanten-regelingen. De SPV behoudt namelijk het recht om de covenanten aan te passen aan gewijzigde omstandigheden, bijvoorbeeld om een beursgang mogelijk te maken.

Er is een belangrijk verschil tussen de covenantenregeling bij uitgifte van schuldpapieren door de onderneming zelf en bij bedrijfssecuritisatie. Normaliter wordt per schuldbond een covenantenregeling opgesteld. Bij bedrijfssecuritisatie daarentegen hebben de individuele covenanten slechts betrekking op de relatie tussen de belegger en de SPV. De onderneming zelf heeft alleen te maken met de door de SPV opgelegde covenanten.

Secured Loan Structure

Het bijzondere van bedrijfssecuritisatie is dat in geval van faillissement van de originator de SPV de volledige zeggenschap krijgt over de gesecuritiseerde activa middels het aanstellen van een bewindvoerder voor de resterende termijn van de financiering. De bewindvoerder heeft dan namens de

SPV de bevoegdheid om zich de gesecuritiseerde activa toe te eigenen ten nadele van elke andere credeitor. Ondanks het faillissement kan de bewindvoerder, veelal met de hulp van een benoemde industrie-expert, de onderneming blijven leiden en haar verplichtingen uit hoofde van de CDO's volhouden. Zodoende hoeft de obligatiehouder zich geen zorgen te maken over de risico's die voortvloeien uit andere activiteiten van de originator. Dit wordt 'bankruptcy remoteness' genoemd. Bedrijfssecuritisatie maakt hiermee intelligent gebruik van de privileges die de Britse faillissementswetgeving toekent aan een crediteuren met uitgebreide zekerheden.⁶ De Engelse benaming van deze faillissementsstructuur is de zogenoemde 'secured loan structure'.

Agency-kosten

De agency-kosten van schuldfinanciering middels bedrijfssecuritisatie worden aldus aanzienlijk beperkt. De financiers kunnen er immers van op aan dat de activa optimaal beheerd worden, ook in geval van faillissement. Hun belangen worden niet geschaad vanwege tijdovende faillissementsprocedures en daaruit resulterende betalingsachterstanden. De secured loan structure voorkomt dat immers. De noodzaak om stamme covenanten op te leggen wordt hiermee verminderd en de leencapaciteit van het bedrijf vergroot.⁷ Dit neemt niet weg dat het morele risico juist bij een bedrijfssecuritisatie zeer actueel is, vanwege de relatief lange looptijd van de financiering en de hoge schulddoelquote. De rechten en plichten van de SPV spelen daarom een cruciale rol om de investeerders ervan te overtuigen dat deze waarde wordt gewaarborgd.

Samenwerking

De samenwerking tussen de originator en de kredietbeoordelende instanties speelt een belangrijke rol bij het structureren van bedrijfssecuritisatie, net als bij elke andere vorm van Asset-Backed Securitisation. Zonder een gunstige kredietbeoordeling wordt de SPV gedwongen de onderliggende kasstromen tegen een lage prijs liquide te maken om aldus te compenseren voor het hoge gepercipieerde kredietrisico. Middels het effectief optuigen van de

Overname	Onderliggende activa	Kasstroom	Investeerder	Overnamesom in miljoenen	Loan-to-value ratio (na bedrijfssecuritisatie)
Annington Homes	57.000 wooneenheden Ministerie van Defensie	Huuropbrengsten en afstoten wooneenheden	Nomura	£ 1.100	82%
Pubmaster	1.485 kroegen	Bierverkoppen, huuropbrengsten en afstoten kroegen	Natwest, PPM Ventures en BC Partners	£ 411	74%
Punch Taverns	1.428 kroegen	Bierverkoppen, huuropbrengsten en afstoten kroegen	BT Capital Partners, Grovebase	£ 600	89%
Road Chef	17 Motorway	Brandstofverkoop, winkerverkoop en hotelovernachtelingen	Nikko Europe	£ 255	82%
Tussauds Group	London's Madame Tussauds, Alton Towers, overige amusementsparken wereldwijd, en intellectuele eigendom	Kaartverkoppen, inkomsten uit merchandising, en concessie-inkomsten	Charterhouse Development Capital	£ 352	65%
Welcome Break Hotel	28 Motorway Service Areas	Brandstofverkoop, catering hotel, winkelverkoppen en hotelovernachtelingen	Investcorp	£ 476	67%

Tabel 1: Voorbeelden van bedrijfssecuritisatie in het Verenigd Koninkrijk.

SPV en de samenwerking tussen de originator en de kredietbeoordelende instanties kan de originator de investeerder ervan overtuigen dat hij een bepaalde kwaliteit activa aanbiedt en deze kwaliteit kan behouden.

Enkele voorbeelden van recente transacties in het Verenigd Koninkrijk

In tabel 1 staan enkele grote transacties uit recente jaren vermeld. Bij elk van de transacties werd voor honderden miljoenen ponden aan obligaties geplaatst door een keur aan Britse private

welbekende attracties. Merk verder op dat het in alle gevallen om aanzienlijke bedragen ging. Een bedrijfssecuritisatie vereist een zodanige omvang dat de individuele schuldranches voldoende groot zijn om de uitgifte van obligaties te kunnen rechtvaardigen. De transactiekosten zijn namelijk aanzienlijk vanwege de hooggekwalificeerde expertise die ingehuurd dient te worden voor het opzetten van de structuur en voor het plaatsen van de waardepapieren.

Het verbaast daarnaast niet dat bijkens de verschillende mate van schuldfinanciering, huuropbrengsten en bierverkoppen gemakkelijker te securitiseren waren dan entreebewijzen voor musea met wassen beelden. Huren en bieropbrengsten liggen veelal voor meerdere jaren contractueel vast. Dit geldt niet voor kaartjesverkoppen en merchandising.

Casus Punch Taverns

Achtergrond

In de kroegindustrie hebben aan het eind van de jaren negentig veel bedrijfssecuritisaties plaatsgevonden. Dit was mede het gevolg van een door de Britse overheid afgedwongen verticale desintegratie in de bierindustrie. Voorheen waren de meeste kroegen gelieerd aan grote bierproducenten die zich door middel van exclusiviteitscontracten van afzet verzekerden, waardoor de kroegen verplicht werden slechts één biermerk te verkopen. Dit was de overheid een doorn in het oog. De grote bierconcerns werden daarom door de overheid gedwongen om hun kroegen af te stoten in de hoop dat dit de concurrentiekracht en kwaliteit van de kroegindustrie ten goede zou komen.

Alhoewel niet de eerste securitisatie van een onderneming, hebben wij gegeven de publiciteit in de pers gekozen om de in 1998 uitgevoerde securitisatietransactie van Punch Taverns te behandelen.

LBO

In 1997 heeft Grovebase Ltd samen met de investeringsmaatschappij BT Capital Partners (hierna: BT) middels een LBO zo'n 1.400 kroegen overgenomen van conglomeraat en bierbrouwer Bass Ltd. De kroegen die veelal geleid worden door zelfstandi-

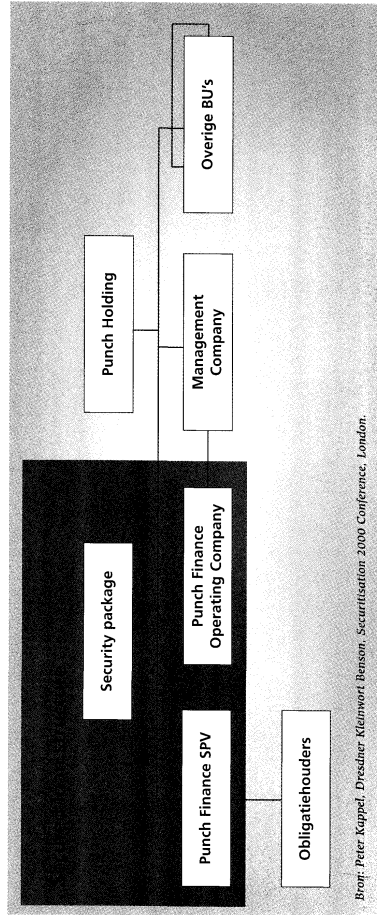
ge ondernemers zijn ondergebracht in Punch Taverns. Ze zijn alle verplicht bier in te kopen bij Punch Taverns, die door het afsluiten van bulkcontracten gunstige voorwaarden bij de onderliggende concurrente bierleveranciers kan bedingen ten gunste van de aan haar gelieerde kroegen. De kroegen kunnen nu meerdere biermerken aan de consument aanbieden. Ongeveer 60% van de inkomsten van Punch Taverns is afkomstig uit de verkoop van bier en 40% uit huur.

Snel na de aankoop hadden de aandeelhouders plannen om de acquisitiefinanciering te vervangen door goedkopere, traditionele alternatieven variërend van een syndicated loan tot high yield-financiering. Uiteindelijk is gekozen voor bedrijfssecuritisatie vanwege de lagere financieringskosten, de securitisatie aan langetermijnfinanciering en de noodzaak om een hoge mate van operationele flexibiliteit te behouden.

Secured Loan Structure

De acquisitie van de kroegen werd in eerste instantie gefinancierd door Punch Taverns (hierna: Punch Holding). Om de securitisatie vorm te geven heeft BT een SPV opgericht, genaamd Punch Finance SPV (hierna: Punch SPV). Punch SPV geeft op basis van de aanwezige activa en de toekomstige kasstromen van Punch Finance Operating Company (hierna: Punch Co.) vreemd vermogen uit. Deze schuld wordt geclassificeerd als een CDO. Dit betekent dat de toekomstige kasstromen van Punch Co. primair worden gebruikt om aan de verplichtingen van Punch SPV te voldoen. Bovendien heeft Punch SPV in geval van faillissement van Punch Holding een senior claim op de gesecuritiseerde activa (de kroegen) en kan alle claims van mogelijke crediteuren van Punch Holding verslaan. Kortom, Punch SPV verwierft dan de volledige zeggenschap over de gesecuritiseerde kroegen voor de volledige termijn van de nog resterende financiering. Punch Co. heeft een contract met de Management Company afgesloten voor het beheer van de kroegen.

De juridische structuur van Punch Taverns is in figuur 1 op eenvoudige wijze grafisch weergegeven.



Bron: Peter Kuppel, Dresdner Kleinwort Benson, Securitisation 2000 Conference, London.

Figuur 1: De juridische structuur van Punch Taverns

Financieringsstructuur

Punch SPV heeft aan vermogen uitgegeven: vijf obligatietranche's met een vaste en variabele rente met een looptijd variërend tot 28 jaar, en een liquidity-enhancement van 60 miljoen. Deze zogenoemde enhancement wordt gebruikt om de verplichtingen aan de obligatiehouders tijdig na te kunnen komen in plaats van gedwongen te zijn kroegen te verkopen bij tijdelijke liquiditeitsrekorten.

De geldmiddelen die Punch SPV ontvangt worden verstrekt aan Punch Holding middels een 'inter-company loan'. Punch Holding heeft het geleende geld vervolgens gebruikt om haar acquisitiefinanciering volledig af te lossen en om nieuwe investeringen te plegen. Het schuldpapier heeft een zekere ingebouwde flexibiliteit. Zo zijn alle floating rate notes callable. Het volgende overzicht geeft de overige eigenschappen van het schuldpapier weer voor de verschillende looptijden.

Oorspronkelijke acquisitiefinanciering			Bedrijfssecuritisatie		
mln. £	%	EBITDA Multiple	mln. £	%	EBITDA Multiple
Senior	53%	4.5x	Floating rate notes - 10 jaar	120	
High yield Bridge	19%	1.5x	Floating rate notes - 13 jaar	60	
			Floating rate notes - 17 jaar	80	
			Fixed rate notes - 25 jaar	175	
			Fixed rate notes - 28 jaar	100	
Totale schuld	72%	6.0x	Totale schuld	535	89%
Eigen vermogen	28%	2.4x	Eigen vermogen	65	11%
Totaal	100%	8.4x	Totaal	600	100%

Bron: Matthew Collins, FT Alex Brown, Conference European Acquisition Finance, 1998

Tabel 2: Financieringsstructuur van Punch Taverns voor en na bedrijfssecuritisatie

Tranche	Omvang	Kredietbeoordeling	Rentepercentage
Floating rate notes - 10 jaar	120	A2	L + 65
Floating rate notes - 13 jaar	60	A2	L + 75 (1-10 jaar), daarna L + 200
Floating rate notes - 17 jaar	80	A2	L + 95 (1-10 jaar), daarna L + 200
Fixed rate notes - 25 jaar	175	Baa/BBB	7,27%
Fixed rate notes - 28 jaar	100	Baa/BBB	7,57%

Bron: Matthew Collins, op cit.

Tabel 3: Financieringsstructuur van de schuld van Punch Taverns

Lessen uit Punch Taverns

Volgens Collins (1998) zijn er twee belangrijke lessen te trekken uit de securitisatie van Punch. Hoewel het erg veel tijd vergde om de structuur naar tevredenheid van alle partijen op te tuigen, leverde het uiteindelijk een aanzienlijke besparing in financieringskosten op. Zowel beleggers als de kredietbeoordelaars hadden vanzelfsprekend tijd nodig om zich een nieuwe klasse schuldpapier, een nieuwe financieringsstructuur, en een nieuwe sector in de economie eigen te maken. Vanwege de onbekendheid bleek het dan ook van groot belang om eerst terug te kunnen vallen op overbruggingsfinanciering met een lange looptijd, zodat de investeringsmaatschappij de tijd werd gegund om tot een optimale structuur te komen en het schuldpapier tegen aantrekkelijke voorwaarden te kunnen plaatsen. Juist bij de uitgifte van langlopende bedrijfsobligaties met een minder gunstige kredietbeoordeling is men immers nogal afhankelijk van de grillen van beleggers. Het blijkt sterk fluctuerende risico- en liquiditeitspremies voor de verschillende looptijden.

Wordt de oorspronkelijke acquisitiefinanciering vergeleken met bedrijfssecuritisatie, dan blijkt duidelijk dat de originator aanzienlijke besparingen heeft weten te realiseren. Tabel 4 laat zien dat de leverage toenam, de gemiddelde rentekosten daalden, terwijl de looptijd langer was.

Analyse van recente bedrijfssecuritisaties

De langere financieringstermijn en lagere rentelasten maakten een bedrijfssecuritisatie

tot een aantrekkelijk financieringsalternatief. De vraag is welke waardeinstuwers verantwoordelijk zijn voor deze voordelen en welke elementen van de structuur cruciaal waren om beleggers te interesseren.

Lagere financieringskosten

Transparantie en risicospreiding

Een aantrekkelijke kredietbeoordeling van het uit te geven schuldpapier is een belangrijke randvoorwaarde om goedkoper te kunnen financieren. Een gunstige kredietbeoordeling overtuigt beleggers immers ervan dat het kredietrisico van het schuldpapier laag is en helpt de uitgever van het schuldpapier te krijgen tot een grote groep beleggers. De ervaringen op de markt voor Mortgage-Backed Securities en andere segmenten van de markt voor Asset-Backed Securities hebben aangetoond dat beleggers een grote voorkeur hebben voor een transparante structuur dankzij een homogene groep van onderliggende activa waarvan het risico vrij nauwkeurig is te bepalen. Het is bovendien van belang dat het risico binnen de gesecuritiseerde portefeuille aanzienlijk gespreid is door een groot aantal activa op te nemen.

Oorspronkelijke acquisitiefinanciering		Bedrijfssecuritisatie	
Overnamesom	£ 600 m	Overnamesom	£ 600 m
Schuld	£ 430 m	Schuld	£ 535 m
Average Cost of Funds	L + 3,11%	Maximale looptijd	L + 1,04%
Maximale looptijd	11 years	Total Debt to Free Cashflow	28 years
Total Debt to Free Cashflow	5.9x	Debt Service Coverage Ratio	7.3x
Debt Service Coverage Ratio	1.5x		1.8x

Bron: Matthew Collins, op cit.

Tabel 4: Vergelijking tussen de oorspronkelijke acquisitiefinanciering en bedrijfssecuritisatie

Ook bij bedrijfsrestructuur speelt het schep- en ten volle benutten van transparantie een grote rol. Zoals eerder benadrukt, betrof het steeds activa met een eenduidige bron van inkomsten met een laag bedrijfsrisico. Door de kasstromen van een portefeuille van min of meer identieke activa te securitiseren, was Punch Taverns bijvoorbeeld in staat beleggers mandjes kasstromen aan te bieden aan de van de kredietrisicofactoren duidelijk waren aan te geven. Bovendien was het kredietrisico laag omdat de huur- en bieropbrengsten als vrij zeker werden ingeschat, mede door de geografische spreiding van de kroegen. De risicospreiding bij de Tussaud-transactie lijkt enerzijds geringer, omdat de portefeuille in vergelijking met Punch Taverns slechts enkele objecten bevatte. Anderzijds was de regionale spreiding bij Tussaud aanzienlijk, omdat het een securitisatie betrof van onder meer amusementsparken in verschillende landen. Bovendien kon Tussaud overtuigende bedrijfsresultaten laten zien en genieten de amusementsparken van een sterke concurrentiepositie.

Kredietbeoordeling

Tijdens het kredietbeoordelingsproces wordt vanzelfsprekend zorgvuldig rekening gehouden met de omvang van de vraag naar onderscheiden schuldpapier. Verschillende beleggers hebben immers een verschillende risicoperceptie en risicotolerantie, uiteenlopende doelstellingen ten aanzien van de rente, en verschillende opvattingen over de lange rente. Door verschillende tranches in te bouwen kunnen onderscheiden groepen beleggers naar behoren worden bediend (Cain, 1999). Bij de bedrijfsrestructuur van de Welcome Break Hotel werden bijvoorbeeld de voorkeuren van twee groepen beleggers zorgvuldig in kaart gebracht om tot een optimale samenstelling tussen obligaties met vaste rente (verzekeringsmaatschappijen) en met variabele rente (banken) te komen.

Operationele flexibiliteit

De buy-out-firma's hebben er alle belang bij om zoveel mogelijk waarde uit de nieuw verworven activa te halen. De verplichtingen die voortvloeien

uit een hoge schuldenlast mogen hierbij niet in de weg staan. Het kan dan ook van groot belang zijn dat de SPV de bevoegdheid heeft additionele financiering toe te staan wanneer zich bijvoorbeeld een aantrekkelijke overnamekandidaat aandient die waarde kan toevoegen aan de originator. Deze financiering kan al dan niet via de bestaande SPV lopen. Zo heeft Punch Taverns de aan haar geboden flexibiliteit later gebruikt om de acquisitie van de retaildivisie van Allied Domecq in eerste instantie middels overbruggingsfinanciering te financieren. In 2001 is deze acquisitie gefinancierd door de opbrengsten van een nieuwe securisatietransactie.⁸ Deze flexibiliteit lijkt misschien strijdig met de disciplineerende werking die geacht wordt uit te gaan van de hoge schuldenlast. Men dient echter niet te vergeten dat de obligatiehouder bescherming geboden wordt door de rechten en plichten van de SPV in geval van financiële problemen. Bovendien heeft de buy-out firma een reputatie hoog te houden op de obligatiemarkt willen toekomstige transacties slagen. Daarnaast is gebleken dat de opbrengsten van de obligatie-emissie voor een aanzienlijk deel gebruikt kunnen worden voor uitbreidingsinvesteringen. Bij Punch Taverns bijvoorbeeld zijn kroegen verbouwd en uitgebreid.

Langetermijnfinanciering

Dankzij bedrijfsrestructuur waarbij transacties zorgvuldig worden afgestemd op de wensen van beleggers, is gebleken dat de maximale looptijd van de uit te geven obligaties kan oplopen tot enkele decennia. Mede dankzij dit maatwerk zijn in alle bedrijfsrestructureringen de tijdsduur van financieringen verlengd ten opzichte van de oorspronkelijke uitstaande schuld. Een belangrijke voorwaarde om bij bedrijfsrestructuur vreemd vermogen te kunnen aantrekken voor een periode variërend van tussen de één en meer dan twintig jaar, betreft de aanwezigheid van een voorspelbare kasstroom voor de lange termijn. De voorspelbaarheid hoeft niet zijn grondslag te vinden in de aanwezigheid van een grote hoeveelheid vaste activa. De securitisatie van Tussaud heeft laten zien dat activiteiten gesecuritiseerd kunnen worden op basis van intellectueel

eigendom en vaste activa, zoals copyrights en respectievelijk amusementsparken.

Tot slot

Bedrijfsrestructuur heeft verschillende overeenkomsten met de bekende vormen van asset-backed. De totaal uit te geven schuld is een hoog percentage van de waarde van de homogene activa, de schuld wordt in verschillende delen gesplitst om zo goed mogelijk aan de wensen van beleggers te moeten komen, en de schuld wordt uitgegeven door een bankruptcy-remote SPV. Omdat het hier de securitisatie van bedrijfsactiviteiten betreft, is het van groot belang dat het management van de onderneming voldoende vrijheid van handelen wordt geboden om het bedrijf zo goed mogelijk te leiden zonder dat de belangen van de vreemd-vermogensverschaffers worden geschaad. Dankzij een flexibele covenantenstructuur die de SPV binnen randvoorwaarden kan aanpassen, wordt aan deze vereiste voldaan. Evenals bij andere vormen van asset-backed zijn beleggers gediend van een transparante structuur door een homogene groep activa aldus te herfinancieren waarvan het risico laag is. Een bedrijfsrestructuur is dan ook alleen een alternatief bij een buy-out of public-to-private-transactie wanneer het bedrijfsactiviteiten betreffen met een homogene portefeuille die goed voorspelbare kasstromen zal genereren over een lange periode.

Ervaring uit het VK laat zien dat bedrijfsrestructuur het aangezicht van een gehele sector mede kan helpen veranderen. Na afstoting van de kroegen door de bierbrouwerijen is de kwaliteit van de dienstverlening en bedrijfsprestaties in het Britse kroegwezen aanzienlijk verbeterd, mede dankzij investeringen die door bedrijfsrestructuur zijn gefinancierd (Office of Fair Trading, 2000). Zowel de bezoekers als wel de managers van de kroegen hebben hier baat bij gehad.

Daarnaast blijkt dat deze financieringsstructuur ook in andere landen, bijvoorbeeld Frankrijk, te kunnen worden toegepast. Het wekt dan ook geen verbazing dat er door verschillende partijen in Nederland onderzoek wordt gedaan naar de vraag of

bedrijfsrestructuur ook in ons land ingezet kan worden, en in welke sectoren. ■

Noten

1. Het Franse Alcatel had in 2000 de Europese primeur met de uitgifte van tracking stock voor haar optische divisie.
2. De financiële problemen bij de grote Europese telecommunicatieconglomeraten zoals KPN en British Telecom illustreren de mogelijke gevaren wanneer groeopties worden gefinancierd met een hoge schuldenlast.
3. The Andrew Davidson interview: Guy Hands (1999).
4. SEC-definitie van Asset Securitisation: 'The issue of securities that are primarily serviced by the cash flows of a discrete pool of receivables or other financial assets. Either fixed or revolving, that by their terms convert into cash within a finite period plus any other right or other assets, assigned to ensure the servicing or timely distribution of proceeds to the security holder' (Lammers, K., Markontwikkelingen in Asset Securitisation, TBA, maart 2000).
5. Originator is een ander woord voor eigenaar.
6. Het is noodzakelijk dat de SPV de zogenoemde 'fixed and floating charges' krijgt, wil zij de andere crediteuren in geval van faillissement verslaan.
7. Uit een recentelijk voorgestelde innovatie voor de Amerikaanse obligatiemarkt blijkt men behoefte te hebben aan deze structuur maar is door de huidige Amerikaanse wetgeving moeilijk op te tuigen (Zie: 'An institutional innovation to reduce the agency costs of public corporate bonds', Yakov Amihud e.a., Journal of Applied Corporate Finance, Spring 2000).
8. Deze transactie werd tweede bij 'International Structured Finance Deal of the Year' (International Financial Law Review, 2001).

Literatuur

- Amihud, Y., Garbade, K., Kahn, M., An Institutional Innovation to reduce the agency costs of corporate bonds, Journal of Applied Corporate Finance, volume 13 number 1, Spring 2000.
- Baker, G.P., Smith, G.D., The new Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value, Cambridge University Press, October 1998.
- Cain, D., On the right road with Welcome Break, Corporate Finance, May 1999.
- Collins, M., Public and Private Market Financing Instruments in Acquisition Financing, Conference European Acquisition Finance, 1998.
- Davidson, A., The Andrew Davidson interview: Guy Hands, Management Today, October 1999.
- Downey, C., Whole business securitisation comes of age, International Financial Law Review, September 1999.
- Franks, R., Nyberg, K.G., Torous, W.N., A comparison of US, UK, and German Insolvency Codes, Financial Management, Vol. 25, Autumn 1998.
- International structured finance deals of the year, runner up: Punch Group, International Financial Law Review, London, March 2001.
- Jensen, M.C., Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take-overs, American Economic Review, 1986.
- Kappel, P., Whole of Business Securitisation, Securitisation 2000 Conference London, 2000.
- Kaplan, N., Stein, C., The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s, The Quarterly Journal of Economics, Volume CVIII, May 1993.
- Lammers, K., Markontwikkelingen in Asset Securitisation, TBA, 104e jaargang, maart 2000.
- Lamplin, S., Trends and developments in securitisation, in: Financial Market Trends, 1999.
- Office of Fair Trading, The Supply of Beer, December 2000.
- Park, C., Monitoring and Structure of Debt Contracts, The Journal of Finance, Vol. 55, No. 5, October 2000.

APPENDIX

12 July 2009

Principal

- Vink, Dennis, Frank Fabozzi, 2009. “Non-US asset backed securities: spread determinants and over-reliance of credit ratings”. *Yale ICF Working Paper No. 09-13. Top 10 SSRN Downloaded Papers for Journal of European Finance*.
- Vink, Dennis, 2009. “Securitisatie: hoe nu verder?”. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 6, 215-223.
- Fabozzi, Frank, Dennis Vink, Andreas Jobst, 2009. “Securitization – differences between mature and emerging markets” [forthcoming]. *International Monetary Fund Research Paper Series, Yale School of Management Research Paper Series*.
- Vink, Dennis, 2008. “Securitisatie: een vergelijkende empirische analyse tussen hoofdcategorieën”. *Kwartaalschrift Economie* 4, 415-446.
- Vink, Dennis, André Thibeault, 2008. “ABS, MBS and CDO pricing comparisons: an empirical analysis”. *The Journal of Structured Finance* 2, 27-45.
- Vink, Dennis, 2008. “CDOs: super senior of super slecht” [forthcoming]. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*.
- Vink, Dennis, 2007. “Securitization: ten lessons to remember.” *Management Control & Accounting* 11, 14-21.
- Vink, Dennis, André Thibeault, 2007. ABS, MBS and CDO compared : an empirical analysis. (2007). *Top 10 SSRN Downloaded Papers for Capital Markets Journals and Top 10 SSRN Downloaded papers for Financial Economics Network*.
- Vink, Dennis, André Thibeault. 2007, An empirical analysis of asset-backed securitization. *Top 10 SSRN Downloaded Papers for Theory: Pricing and Top 10 SSRN Downloaded Papers for Journal of Monetary Economics*.
- Vink, Dennis, 2007. Primary market spreads of asset securitization issues : empirical investigation and analysis. *PhD dissertation Nyenrode Business Universiteit*. ISBN 978-9073314979.
- Vink, Dennis, 2002. “Bedrijfssecuritisatie een uitdaging voor ondernemingen.” *Tijdschrift voor Corporate Finance* 3, 30-36.
- Benima, Danny, Gerard Mertens, Dennis Vink, Roelof-Jan Wollerich, 2002, “Why do corporates use business securitization?.” *Tijdschrift voor Corporate Finance* 4, 34-36.
- Sprokholt, Eduard, Dennis Vink, Leo van der Voort, 2001. “Een innovatie in buy-out financiering: de basisprincipes van bedrijfssecuritisatie.” *Tijdschrift voor Financieel Management* 6, 21-30.
- Eenennaam, Fred van, Dennis Vink, Mark Visser, 2001. “Een overname als strategische optie: een waarderingssystematiek.” *Tijdschrift voor Financieel Management* 5, 12-22.

Other

- Vink, Dennis, 2008. “Meer bufferkapitaal voldoet niet.” *Het Financiële Dagblad*. 7 augustus.
- Vink, Dennis, 2007. “A primer on whole business securitization.” *Fiducie* 1: 6-13.
- Vink, Dennis, 2007. “Nederlandse bedrijven financieren te conservatief.” *De Financiële Telegraaf*. 6 juli.
- Vink, Dennis, 2003. “Business securitization, more efficient or not?.” *Fiduciair* 1: 21-24.
- Eenennaam, Fred van, Dennis Vink, 2003. “Lach de kleine zaadkorrel niet uit, eens zal hij een palmboom zijn.” *Fiduciair* 3: 12-18.
- Vink, Dennis, 2002. “A innovative way of financing leveraged buy-outs.” *Fiduciair* 2: 16-24.

Conference proceedings

- Vink, Dennis, André Thibeault, 2008. An empirical analysis of asset-backed securitization. *21st Australasian Finance & Banking conference*, Sydney, Australia, December 16-18.
- Vink, Dennis, 2008. An empirical analysis of asset-backed securitization. *Financial Services Institute's Symposium*, New York City, United States, September 12.
- Vink, Dennis, 2008. An empirical analysis of asset-backed securitization. *International Summer School on Risk Measurement and Control. Contagions, Bubbles and Blackouts in Financial and Commodity Markets*, jointly organized by the Association for Banking and Finance, Rome, Italy, June 30 - July 4.
- Vink, Dennis, 2008. The determinants of asset-backed securitization at issue. *Standard & Poor's*, New York City, United States, June 5.
- Vink, Dennis, André Thibeault, 2008. An empirical analysis of asset-backed securitization. *11th Conference of the Swiss Society for Financial Market Research (SGF)*, Zurich (SWX Swiss Exchange), Switzerland, April 11.
- Vink, Dennis, 2006. Comparison of asset securitization issues originated in emerging and non-emerging countries. *Emerging Markets Finance and Economics Conference (EMFE)*, Istanbul, Turkey, September 9.

Specialised courses Dr. Dennis Vink

Dennis Vink lectures Corporate Finance in the MSc, MBA and executive education programs at Nyenrode Business Universiteit in Breukelen, the Netherlands. His ten years of practical and academic experience reflect his interest in corporate finance, structured finance and risk management. With an average rating of 4.3 out of 5 in the MBA program, Dr. Vink qualifies as an excellent lecturer. Next to his work for Nyenrode he has also acted as a visiting professor at the VU University in Amsterdam.

Dennis Vink received a Master of Science degree in Financial Management from Nyenrode Business Universiteit (1999), where he also obtained his PhD degree (2007) with a thesis on Asset Securitization. Additional training was followed through the Tilburg PhD Program in Finance. His academic work deals with empirical research in the field of corporate finance, with a particular focus on structured finance.

Dr. Vink acts as an independent business advisor covering a wide range of disciplines in the world of structured finance. Not only is he the author of over ten articles in this field but he has also participated in the supervision of a number of finance projects. These included asset-backed securitization issues, value-based management and cost of capital issues, to name but a few, carried out for the benefit of multinational corporations and financial institutions.

The following represents a selection of seminars, workshops and courses on specialised topics related to funding and investment offered by Dr. Dennis Vink in recent years.

- **An Overview of Financial Management**
 - The Financial Objective
 - Business Finance versus Accounting
 - How to Evaluate Capital Structure
 - Free Cash Flow to the Firm

- **Financial Statements and Cash Flow**
 - Accounting Numbers
 - Analysis using Financial Ratios
 - Analysis using Cash Flows
 - Economic Profit

- **Time Value of Money**
 - Measuring Wealth
 - Present Value Computation
 - Future Value Computation
 - The Net Present Value Investment Rule

- **Analysis of Investment Projects**
 - The Investment Process
 - Investment Decision Rules
 - Do's and Dont's
 - Sensitivity Analysis Using Spreadsheets

- **Valuation of Common Stocks**
 - The Valuation Problem
 - Projected Earnings
 - Projected Dividends
 - Projected Cash Flows

- **Valuation of Fixed-Income Securities**
 - Using Present Values Formulas to Value Bonds
 - Term Structure of Interest Rates
 - Reading Bond Listings
 - Interest Rate Sensitivity

- **Risk and the Required Rate of Return**
 - The Capital Asset Pricing Model
 - Beta and Risk Premiums on Individual Securities
 - Valuation and Regulating Rates of Return
 - Some Cautions about Beta

- **Gearing and the Cost of Capital**
 - Cost of Debt
 - Cost of Equity
 - Firm Value
 - Adjusted Net Present Value

- **Options and Contingent Claims**
 - Investing with Options
 - The Black-Scholes Model
 - Other Applications of Option Pricing Methodology

- **ABS, CDOs, and Synthetics**
 - Fundamentals of Asset-Backed Securitization
 - Cash Flow Analysis and Pricing
 - Risk Transfer through Credit Default Swaps

- **Leveraged and Mezzanine Financing**
 - Review of Valuation Tools for Acquisitions
 - Implementing Senior, Mezzanine and Equity Finance
 - Modelling an LBO

Contact Nyenrode Center for Finance

Please feel free to contact the Nyenrode Center for Finance if you should require more details regarding my current research themes and for further information about my specialized courses.

Nyenrode Business Universiteit
Center for Finance
Straatweg 25
3621 BG Breukelen
The Netherlands

Dennis Vink
Email: d.vink@nyenrode.nl
Website: www.dennisvinkonline.nl
Tel: +31 346 291 211