

4. Financieel risicobeheer

De Groep onderkent financiële risicofactoren ten aanzien van valuta, rente, prijs, krediet en liquiditeit. Deze financiële risico's zijn niet bijzonder van aard of afwijkend van wat er in de branche gebruikelijk kan worden geacht. De Groep kent een strikt beleid, dat erop is gericht deze risico's zoveel mogelijk te beperken en te beheersen. Hiertoe wordt gebruik gemaakt van algemene beheersmaatregelen, zoals interne procedures en instructies, specifieke maatregelen en financiële instrumenten. Deze maatregelen gaan gepaard met adequate rapportagesystemen en korte communicatielijnen. De financiële risicofactoren van de Groep, de beheersmaatregelen en het resterende risico worden hieronder nader toegelicht.

4.1 Financiële risicofactoren

a) Marktrisico's

Valutarisico's

De Groep kent omvangrijke activiteiten in het Verenigd Koninkrijk en in beperkte mate in andere landen die geen deel uitmaken van de eurozone. Resultaat en eigen vermogen van de Groep staan derhalve onder invloed van schommelingen in valutakoersen. In het algemeen is de Groep in genoemde markten actief via lokale dochterondernemingen. Hierdoor is het valutarisico beperkt, aangezien transacties voor het grootste deel in gelijke munteenheid luiden. Het gerelateerde translatierisico wordt niet afgedekt.

Een beperkt aantal dochterondernemingen opereert in markten waarin contracten luiden in een andere dan hun functionele valuta. Volgens het beleid van de Groep luiden kosten en opbrengsten van deze projecten voornamelijk in gelijke munteenheden, waardoor het valutarisico beperkt is. Het resterende valutarisico wordt door de Groep op projectbasis afgedekt door middel van valutatermijntransacties. Hierbij worden onvoorwaardelijke, aan projecten gerelateerde valutarisico's groter dan € 1 miljoen afgedekt op het moment waarop deze zich voordoen. Bijkomende valutarisico's tijdens de aanbesteding en ingeval van contractuele wijzigingen worden per geval beoordeeld.

Er zijn procedures vastgesteld ten behoeve van een adequate vastlegging van de afdekkingstransacties. Er zijn systemen ingericht om afdekkingseffectiviteitsmetingen regelmatig uit te voeren en te analyseren.

Nadat kosten en opbrengsten in gelijklopende valuta op projectniveau op elkaar zijn afgestemd en het eventueel resterende valutarisico is afgedekt met behulp van valutatermijntransacties, ondervindt het resultaat en het vermogen van de Groep een beperkte invloed van valutakoerswijzigingen.

Met betrekking tot financiële instrumenten loopt de Groep voornamelijk valutarisico over rekeningcourantverhoudingen in pond sterling. Dit risico is afgedekt door middel van termijncontracten. Het resterende effect op het resultaat en het eigen vermogen van de Groep als gevolg van het valutarisico op financiële instrumenten in pond sterling en andere valuta is beperkt.

Renterisico's

Het renterisico van de Groep hangt samen met rentedragende vorderingen en liquide middelen enerzijds en rentedragende leningen anderzijds. In geval van variabele rente betekent dit voor de Groep een kasstroom-renterisico. Bij een vaste rente is sprake van een reëlewaarde-renterisico.

De Groep beperkt het kasstroom-renterisico zoveel mogelijk door gebruik te maken van renteswaps, waarbij renteverplichtingen op basis van een variabele rente worden omgezet in vaste rentes. De Groep maakt geen gebruik van renteswaps waarbij renteverplichtingen op basis van een vaste rente wordt omgezet in variabele rente om het reëlewaarde-renterisico af te dekken.

Bij de analyse van het kasstroom-renterisico wordt rekening gehouden met de aanwezige liquide middelen, de schuldpositie en de gebruikelijke fluctuaties in de werkkapitaalbehoefte van de Groep. Diverse alternatieve mogelijkheden worden bestudeerd en afdekkingen overwogen.

Volgens het beleid van de Groep worden kasstroom-renterisico's uit hoofde van langlopende leningen (hoofdzakelijk achtergestelde lening, pps-leningen en de bankfinanciering) grotendeels afgedekt door renteswaps. De Groep is hierdoor echter niet volledig ongevoelig voor rentebewegingen. Ultimo 2009 was 62 procent (2008: 48 procent) van de rente over de schuldpositie van de Groep gefixeerd. Het niet-afgedekte deel betreft vrijwel geheel projectfinancieringen.

Wanneer gedurende 2009 de rente (EURIBOR en LIBOR) gemiddeld 100 basispunten hoger respectievelijk lager was geweest, dan was het resultaat na belastingen (verondersteld dat alle andere variabelen constant blijven) circa € 2 miljoen lager respectievelijk hoger geweest (2008: € 2 miljoen lager).

Wanneer gedurende 2009 de rente (EURIBOR en LIBOR) gemiddeld 100 basispunten hoger respectievelijk lager was geweest, dan was de reserve reële waarde kasstroomafdekkingen in het eigen vermogen van de Groep (verondersteld dat alle andere variabelen constant blijven) respectievelijk circa € 138 miljoen hoger danwel circa € 106 miljoen lager geweest (2008: € 70 miljoen hoger).

Prijrisico's

De prijrisico's van de Groep hangen samen met de inkoop van grond- en hulpstoffen en het uitbesteden van werken en bestaat uit het verschil tussen de marktprijs ten tijde van de aanbesteding of het offereën van een project en ten tijde van de feitelijke uitvoering ervan.

Het beleid van de Groep is erop gericht om bij de aanbesteding of het offereën van grote projecten met de opdrachtgever de mogelijkheid tot indexatie overeen te komen. Daarnaast streeft de Groep ernaar om het prijrisico te beheersen door gebruik te maken van raamcontracten, offertes van leveranciers en hoogwaardige informatiebronnen.

Wanneer een project aan de Groep wordt gegund en er geen mogelijkheid tot indexatie met de opdrachtgever is overeengekomen, worden de kosten van grond- en hulpstoffen evenals de kosten van onderaannemers in een vroeg stadium gefixeerd, door prijzen en voorwaarden met de belangrijkste leveranciers en onderaannemers vroegtijdig vast te leggen. Hoewel de invloed van prijsfluctuaties nooit volledig uitgesloten kan worden, is de Groep van mening dat deze wijze van bedrijfsvoering de meest economische afweging is tussen slagvaardigheid en voorspelbaarheid. De Groep maakt derhalve geen gebruik van financiële instrumenten om de (resterende) prijrisico's af te dekken.

b) *Kredietrisico's*

De Groep kent kredietrisico's uit hoofde van financiële bezittingen waaronder pps-vorderingen, derivaten, handelsvorderingen, liquide middelen en deposito's bij banken.

Pps-vorderingen en een aanmerkelijk deel van de handelsvorderingen ontstaan uit contracten met overheden of overheidsorganisaties, waardoor het kredietrisico van deze contracten beperkt is.

Voorts is een aanzienlijk deel van de handelsvorderingen gebaseerd op contracten waarbij sprake is van vooruitbetalingen respectievelijk betalingen naar rato van voortgang van werkzaamheden, hetgeen de kredietrisico's in beginsel beperkt tot de uitstaande posities.

Het kredietrisico van pps-vorderingen en handelsvorderingen wordt bewaakt door de betrokken dochterondernemingen. De kredietwaardigheid van opdrachtgevers wordt vooraf geanalyseerd en vervolgens gevolgd voor de duur van het project. Hierbij wordt rekening gehouden met de financiële positie van de klant, eerdere samenwerkingsverbanden en andere factoren.

Het beleid van de Groep is erop gericht om deze kredietrisico's te beperken door toepassing van diverse instrumenten, zoals uitstel van de eigendomsoverdracht tot de ontvangst van betaling, vooruitbetalingen en het gebruik van bankgaranties.

De liquide middelen en deposito's van de Groep worden ondergebracht bij diverse banken. De Groep beperkt het kredietrisico van liquide middelen en deposito's aangehouden bij deze banken, door de keuze van de Groep met respectabele banken zaken te doen. Hierbij worden liquide middelen en deposito's, voor zover deze € 10 miljoen overschrijden, aangehouden bij banken met ten minste een 'A-rating'. Het beleid van de Groep is erop gericht om een concentratie van kredietrisico's van liquide middelen en deposito's waar mogelijk te beperken.

De boekwaarde van de financiële bezittingen waarover kredietrisico wordt gelopen is als volgt:

	2009	2008
Vaste activa		
10 Pps-vorderingen	498.293	421.348
12 Langlopende vorderingen	61.100	55.413
20 Derivaten	2.108	3.717
Vlottende activa		
14 Netto-handelsvorderingen	1.082.928	1.223.243
14 Retenties	127.100	101.241
14 Pps-vorderingen	8.332	7.682
12 Overige financiële activa	5.415	6.264
15 Liquide middelen	718.700	651.018
	<u>2.503.976</u>	<u>2.469.926</u>

In de langlopende vorderingen en de netto-handelsvorderingen zijn bijzondere waardeverminderingen begrepen. Zie Toelichting 12 en 14. Van de overige financiële bezittingen, zoals opgenomen in dit overzicht, is ultimo 2009 niets vervalen en zijn geen bijzondere waardeverminderingen opgenomen.

c) Liquiditeitsrisico's

Liquiditeitsrisico's kunnen zich voordoen indien de verwerving en uitvoering van nieuwe projecten stagneert en minder (vooruit)betalingen worden ontvangen of wanneer investeringen in grondposities of vastgoedontwikkeling een te groot beslag zouden leggen op de beschikbare financieringsmiddelen en/of de operationele cashflow. Door de omvang van individuele transacties kunnen op korte termijn relatief grote schommelingen in de liquiditeitspositie ontstaan. De Groep beschikt over voldoende krediet- en rekeningcourantfaciliteiten om deze schommelingen te kunnen opvangen.

Mede om het liquiditeitsrisico te beheersen stellen dochterondernemingen maandelijks een liquiditeitsprognose op voor de eerstvolgende twaalf maanden. Bij de analyse van het liquiditeitsrisico wordt rekening gehouden met de aanwezige liquide middelen, de kredietfaciliteiten en de gebruikelijke fluctuaties in de werkkapitaalbehoefte. Dit geeft de Groep voldoende mogelijkheden om de vrij beschikbare liquiditeiten en kredietfaciliteiten zo flexibel mogelijk aan te wenden of eventuele tekorten tijdig te signaleren.

De eerstmogelijke verwachte uitgaande kasstromen van financiële verplichtingen en derivaten, naar de stand ultimo boekjaar, die op nettobasis worden afgewikkeld, bestaan uit (contractuele) aflossingen en (een schatting van) rentebetalingen.

De samenstelling van de verwachte netto-uitstroom is als volgt:

	Boek- waarde	Contractuele kasstromen	Korter dan 1 jaar	1-5 jaar	Langer dan 5 jaar
2009					
Achtergestelde lening	200.000	230.880	7.720	223.160	-
Preferente aandelen	1.721	2.098	442	1.656	-
Non-recourse pps-leningen	670.406	844.507	51.461	234.240	558.806
Non-recourse projectfinancieringen	503.416	532.370	277.585	217.020	37.765
Overige projectfinancieringen	302.439	306.868	62.909	216.964	26.995
Bankfinanciering	360.000	388.224	8.064	380.160	-
Financiële-leaseovereenkomsten	47.581	56.190	22.168	23.714	10.308
Derivaten (valutatermijncontracten)	(2.108)	(181.613)	(180.606)	(1.007)	-
Derivaten (valutatermijncontracten)	1.884	182.024	180.813	1.211	-
Derivaten (renteswaps)	95.162	144.841	26.251	78.500	40.090
Overige leningen	17.714	18.740	6.892	11.824	24
Bankkredieten	3.548	3.690	3.690	-	-
Overige kortlopende schulden	3.361.352	3.361.353	3.344.757	16.596	-
	5.563.115	5.890.172	3.812.146	1.404.038	673.988
2008					
Achtergestelde lening	200.000	252.000	13.000	239.000	-
Preferente aandelen	1.773	2.147	479	1.667	-
Derden aandeelhouders AM	49.000	50.308	50.308	-	-
Non-recourse pps-leningen	558.121	878.434	37.572	233.282	607.580
Non-recourse projectfinancieringen	489.522	561.353	111.259	449.328	766
Overige projectfinancieringen	267.783	308.220	38.985	251.902	17.333
Lening Terra Amstel	137.500	150.870	32.700	118.170	-
Lening AM	220.000	240.944	7.480	233.464	-
Financiële-leaseovereenkomsten	50.784	59.993	20.983	25.615	13.395
Derivaten (valutatermijncontracten) ¹	1.497	1.497	1.497	-	-
Overige leningen	14.184	16.252	1.834	14.310	108
Bankkredieten	141.283	145.521	145.521	-	-
Overige kortlopende schulden	3.217.569	3.217.569	3.187.284	30.285	-
	5.349.015	5.885.108	3.648.903	1.597.024	639.182

¹ Ultimo 2008 bedragen de eerstmogelijke verwachte uitgaande kasstromen van derivaten, welke op brutobasis worden afgewikkeld € 155 miljoen en € 156 miljoen. Deze derivaten betreffen voornamelijk valutatermijncontracten met een looptijd korter dan een jaar. Deze kasstromen zijn direct gerelateerd aan de kasstromen uit operationele activiteiten van de Groep.

Tegenover de verwachte uitgaande kasstromen staan de inkomende kasstromen uit hoofde van operationele activiteiten en (her)financieringen. Daarnaast heeft de Groep gesyndiceerde en bilaterale kredietfaciliteiten beschikbaar van respectievelijk € 550 miljoen en € 170 miljoen.

4.2 Financieringsrisico's

De Groep streeft naar een financieringsstructuur waarbij de continuïteit van de activiteiten wordt gewaarborgd en vermogenskosten worden geminimaliseerd. Flexibiliteit en toegang tot vermogensmarkten zijn hierbij belangrijke randvoorwaarden.

Zoals gebruikelijk binnen de branche bewaakt de Groep de financieringsstructuur onder andere op basis van een solvabiliteitsratio. De solvabiliteit wordt berekend als het garantievermogen gedeeld door het totaal van de activa. Het garantievermogen van de Groep bestaat uit het eigen vermogen toerekenbaar aan aandeelhouders van de vennootschap, de achtergestelde lening en de preferente aandelen (2008: inclusief derden aandeelhouders AM). Zie Toelichting 19.

Ultimo 2009 bedroeg de solvabiliteitsratio 15,8 procent (2008: 16,3 procent).

4.3 Financiële instrumenten per categorie

De Groep kent drie categorieën financiële instrumenten. Een overwegend deel hiervan is inherent aan de normale bedrijfsvoering en is opgenomen onder de categorie leningen en vorderingen/verplichtingen. Daarnaast zijn in mindere mate, financiële instrumenten opgenomen in enkele andere balansposten. Navolgend overzicht geeft per relevante balanspost aan voor welke waarden financiële instrumenten zijn verantwoord.

		Financiële instrumenten			Geen financiële instrumenten	Totaal
		Leningen en vorderingen/ verplichtingen	Reële waarde via winst-en- verliesrekening	Derivaten gebruikt voor afdekkingen		
2009						
10	Pps-vorderingen	498.293	-	-	-	640.508
12	Overige financiële vaste activa	61.100	3.782	-	1.278	66.160
20	Derivaten	-	-	2.108	-	2.108
14	Handels- en overige vorderingen	1.218.360	-	-	891.989	2.110.349
15	Liquide middelen	718.700	-	-	-	718.700
19	Leningen	2.103.277	-	-	3.548	2.106.825
20	Derivaten	-	-	97.046	-	97.046
24	Handels- en overige schulden	1.098.818	-	-	2.262.534	3.361.352
		5.698.548	145.997	99.154	3.159.349	9.103.048
2008						
		421.348	-	-	-	421.348
10	Pps-vorderingen	55.413	3.886	-	1.278	60.577
12	Overige financiële vaste activa	-	-	3.717	-	3.717
20	Derivaten	1.332.166	-	-	926.711	2.258.877
14	Handels- en overige vorderingen	651.018	-	-	-	651.018
15	Liquide middelen	1.988.667	-	-	141.283	2.129.950
19	Leningen	-	-	138.498	-	138.498
20	Derivaten	1.130.073	-	-	2.087.496	3.217.569
24	Handels- en overige schulden	5.578.685	3.886	142.215	3.156.768	8.881.554

Van de totale positie ultimo 2009 van € 9,1 miljard (2008: € 8,9 miljard) kwalificeert 35 procent (2008: 36 procent) niet als financieel instrument. Van de 65 procent (2008: 64 procent) die als financieel instrument in aanmerking genomen worden, betreft het grootste deel balansposities die inherent zijn aan de normale bedrijfsuitvoering.

4.4 Schatting van reële waarden

De reële waarde van niet op een actieve markt verhandelde financiële instrumenten wordt bepaald met behulp van waarderingmethoden. De Groep gebruikt verschillende methoden en maakt aannames die gebaseerd zijn op de marktomstandigheden per balansdatum.

Een van de methoden is de berekening op basis van de contante waarde van de verwachte kasstroom (DCF-methode). De reële waarde van renteswaps wordt berekend als de contante waarde van de geschatte toekomstige kasstromen. De reële waarde van valutatermijncontracten wordt vastgesteld op basis van de 'forward' valutakoersen per balansdatum. Aanvullend worden voor renteswaps waarderingen van bankiers opgevraagd.

De tegen reële waarde gewaardeerde financiële instrumenten bestaan geheel uit renteswaps en valutatermijncontracten. Onder de geldende verslaggevingsregels worden deze derivaten geclassificeerd als 'level 2'.

Verondersteld wordt dat de nominale waarde (verminderd met de geschatte aanpassingen) van leningen, handelsvorderingen en handelsschulden de reële waarde benadert.