

Beursgenoteerd mkb-kredietfonds

Onderzoek naar de mogelijkheden van de openbare kapitaalmarkt voor een mkb-kredietfonds



Juni 2014

René van Rietschoten

Kenniscentrum Innovatief Ondernemerschap, Hogeschool Rotterdam

Colofon

Auteur	René van Rietschoten
Studentnummer	0837766
Modulecode	FBEAFS0544
Opleiding	Bedrijfseconomie
Hogeschool	Hogeschool Rotterdam
Afstudeerbedrijf	Kenniscentrum Innovatief Ondernemerschap, Lectoraat Finance & Business Innovation
Bedrijfsbegeleider	mevrouw M.P. Lycklama à Nijeholt
Begeleidend docent	mevrouw E.R. Boslooper
Examinator	de heer W.J. van Batenburg
Docent Nederlands	mevrouw C.J. Claij
Voltooiing	19 juni 2014
Verdediging	3 juli 2014

Voorwoord

Voor u ligt het rapport van mijn afstudeeronderzoek. Dit onderzoek heb ik uitgevoerd in het kader van de afronding van mijn hbo-opleiding Bedrijfseconomie aan de Hogeschool Rotterdam. Ik heb mijn onderzoek uitgevoerd in opdracht van het Kenniscentrum Innovatief Ondernemerschap, onder begeleiding van Maaïke Lycklama à Nijeholt, lector Finance & Business Innovation.

Tijdens mijn studie heeft met name het vakgebied financiering mij altijd erg aangesproken. Toen ik ontdekte dat het mogelijk was bij het Kenniscentrum onderzoek te doen naar de financiering van het midden- en kleinbedrijf (mkb) leek mij dit erg interessant. In overleg met Maaïke Lycklama à Nijeholt heb ik vervolgens besloten dat ik de mogelijkheden van een beursfonds zou gaan onderzoeken. Naar aanleiding van mijn derdejaars stage, op de afdeling Beleggingsadvies bij ABN AMRO MeesPierson Private Banking, was mijn interesse in beursbeleggen gewekt en zag ik mogelijkheden voor een fonds met mkb-leningen op de openbare kapitaalmarkt. Er bestonden immers al beleggingsfondsen met bedrijfsobligaties van grote bedrijven.

Ik heb dit onderzoek met veel plezier uitgevoerd. Ik vond het een erg interessant onderwerp om me verder in te verdiepen. Ik heb heel wat dikke rapporten doorgenomen, maar deze hebben me constant geboeid en op nieuwe ideeën gebracht.

Ook de afspraken die ik heb gehad bij de verschillende belanghebbenden heb ik als erg leerzaam ervaren. Deze hebben mij de mogelijkheid geboden om op interessante plaatsen te komen en om ervaren professionals te spreken.

Daarnaast heeft de werkomgeving van het Kenniscentrum mij erg geïnspireerd. Ik had de mogelijkheid het onderzoek vanuit een onafhankelijke invalshoek te bekijken, waarbij ik de belangen van de verschillende betrokkenen goed tegen elkaar kon afwegen om een onafhankelijke conclusie te trekken. Dit maakte het mogelijk een goed resultaat te behalen.

Dit onderzoek dient als handleiding voor partijen die een bijdrage willen leveren aan het verbeteren van de mkb-financieringsmarkt. Ik hoop dat dit rapport kan bijdragen aan positieve ontwikkelingen, waarbij de financieringsmogelijkheden voor het midden- en kleinbedrijf verbeterd kunnen worden.

Ik wil in de eerste plaats graag Maaïke Lycklama à Nijeholt bedanken voor haar goede begeleiding. Dankzij haar enthousiasme, expertise, inspirerende ideeën en kritische blik heb ik het maximale uit het onderzoek kunnen halen. Ook wil ik de overige medewerkers en mijn medestudentonderzoekers van het Kenniscentrum bedanken voor hun constante bereidheid te sparren over de uitvoering van mijn onderzoek en voor de gezellige periode. Daarnaast wil ik graag mevrouw Boslooper bedanken voor haar goede begeleiding en kritische feedback. Ook wil ik de financieringsexperts die bereid zijn geweest door middel van een interview input te leveren voor mijn onderzoek hartelijk bedanken voor hun waardevolle bijdrage.

Managementsamenvatting

Onderzoeksvraag

In dit onderzoek wordt antwoord gegeven op de vraag in hoeverre een beursgenoteerd mkb-kredietfonds een geschikt instrument zou zijn om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren.

Kredietverlening aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf voor de kredietcrisis

Al sinds de middeleeuwen behoort zakelijke kredietverlening tot de kernactiviteiten van banken. Voor de kredietcrisis was het in Nederland vaak vanzelfsprekend dat voor een financieringsbehoefte bij de banken werd aangeklopt. Ze vervulden 80% van de externe financiering van het Nederlandse midden- en kleinbedrijf. De behoefte aan andere financieringsvormen was beperkt, doordat de banken bereid waren het grootste deel te verstrekken. Dit konden ze doen tegen relatief lage rentepercentages. Ze hadden relatief lage financieringskosten, wat met name kwam doordat de overheid garant stond in het geval van financiële problemen. Hierdoor was deze markt voor andere partijen niet interessant. De mkb-portefeuille van Nederlandse banken is opgelopen tot €170 miljard in 2013.

In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk was de bankensector een stuk kleiner en werden mkb-bedrijven voor een veel groter deel gefinancierd door beleggers.

Huidige situatie van kredietverlening aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf

Sinds het uitbreken van de kredietcrisis is er veel veranderd op het gebied van mkb-financiering.

Banken kwamen in financiële problemen en moesten gered worden met overheidsgeld. Daarnaast zijn veel mkb-bedrijven in financiële problemen gekomen. Het percentage problemleningen in de mkb-portefeuille steeg naar ruim 6% in 2013.

Door de problemen in de bancaire sector is de regelgeving flink aangescherpt. Banken zijn gedwongen minder risico's te nemen en het eigen vermogen te verhogen. Het risico dat overheidssteun opnieuw nodig is wordt verkleind. Het risico ligt nu grotendeels bij beleggers. Hierdoor stijgen de financieringskosten van banken, wat opwaartse druk geeft op hun uitleenrente. Banken hebben de acceptatiecriteria voor kredietaanvragen van het mkb flink verscherpt. In 2013 werd slechts 32% van de kredietaanvragen ingewilligd.

Door de laagconjunctuur is er vanuit het mkb minder vraag naar financiering, waardoor het probleem momenteel nog beperkt is. Bij een aantrekkende economie zal het probleem echter des te groter worden en zal er veel behoefte zijn aan nieuwe financieringsmogelijkheden.

Initiatieven uit de praktijk en de overheid om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren

Om het verminderde aanbod van banken op te vangen, zijn er diverse initiatieven genomen om nieuwe financieringsmogelijkheden te creëren. Dit zijn zowel initiatieven uit de praktijk, vanuit de overheid als vanuit banken zelf. De doelgroepen waar deze initiatieven op gericht zijn, zijn erg divers, met name bij vreemd vermogenfinanciering. De meeste initiatieven richten zich op enerzijds relatief kleine (onder €250.000), en op anderzijds relatief grote (vanaf €10 miljoen) financieringsbehoeften.

De omvang van veel initiatieven is nog beperkt, afgezet tegen de €170 miljard die banken uit hebben staan. Veel initiatieven bevinden zich nog in de opstartfase en zijn nog niet van de grond gekomen.

Noodzakelijke additionele maatregelen

Hoewel de tot nu toe genomen initiatieven zich nog in de opstartfase bevinden en nog hard kunnen groeien, valt het te betwijfelen of ze op lange termijn in staat zijn het terugvallende aanbod van banken op te vangen. Nederlandse institutionele beleggers kunnen op korte termijn een groot deel van de problemen oplossen. Maar als de bancaire kredietverlening op de langere termijn daadwerkelijk voor een groot deel moet worden overgenomen door de kapitaalmarkt, zijn ook zij naar verwachting niet bereid dit volledig te financieren. Hiervoor moet een bredere doelgroep beleggers worden aangesproken. Een duurzame oplossing hiervoor zou zijn om, net als hoe banken dit zelf altijd hebben gedaan, het benodigde geld op te halen via de openbare kapitaalmarkt. Een instrument hiervoor is een beursgenoteerd mkb-kredietfonds.

Haalbaarheid en wenselijkheid beursgenoteerd mkb-kredietfonds

De onderzoeksresultaten wijzen uit dat het in eerste instantie vooral wenselijk is dat beleggers krediet gaan financieren met een hoger risico en een langere looptijd dan banken willen verstrekken, maar ook bij reguliere kredietverlening is het wenselijk dat beleggers een grotere rol gaan spelen.

Om beleggers te interesseren voor een mkb-kredietfonds is het in de eerste plaats belangrijk dat de rendementen in lijn liggen met de risico's, wat in het verleden onvoldoende het geval was. Het risico voor beleggers ligt hoger dan bij leningen aan het grootbedrijf, maar het verschil is te overzien.

Daarnaast is goede informatie en alignment (gelijke belangen) belangrijk.

Een beursnotering zou voor Nederlandse institutionele beleggers beperkte toegevoegde waarde hebben. Ook wordt er door sommige geïnterviewden betwijfeld of er voldoende liquiditeit geboden kan worden en of het goed mogelijk is een prijs te vormen. Bovendien zou het fonds voldoende omvang (minimaal zo'n €250-500 miljoen) moeten hebben om een beursnotering efficiënt genoeg te maken. Wanneer het wenselijk is dat het fonds groter wordt dan wat Nederlandse institutionele beleggers willen inleggen, moet een bredere doelgroep worden aangesproken, wat via een beursnotering mogelijk zou zijn. Hierdoor zou de markt beter gereguleerd en toegankelijker worden en zou de rente met ongeveer een procentpunt kunnen dalen.

Opzet van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds

De best passende rechtsvorm van een dergelijk fonds zou een naamloze vennootschap zijn. Als fiscale beleggingsinstelling kan belastingvrijstelling gerealiseerd worden, wat essentieel is voor mogelijk succes.

De meeste experts geven aan dat de kredietverstrekking door de grootbanken verzorgd moet worden, omdat zij bewezen zouden hebben dit goed en efficiënt te kunnen. Maar ze geven aan dat het ook voor andere partijen mogelijk zou moeten zijn om samen te werken met het fonds, zolang ze bewezen hebben hier goed toe in staat te zijn.

Uit de interviews komt naar voren dat het zeker aan het begin belangrijk zou zijn dat de kredietverstrekkers samenwerken via één fonds. Zo kan het fonds gemakkelijker van de grond worden gekregen. Ook op termijn zou de toegevoegde waarde van individuele fondsen beperkt zijn.

Het is belangrijk dat een fondsbeheerder controleert of de aangeleverde leningen voldoen aan de eisen. Dit proces moet wel efficiënt worden uitgevoerd. Daarnaast vinden de geïnterviewden een eigen bijdrage van de kredietverstrekkers in de leningen belangrijk om alignment te creëren.

Naast een fonds voor regulier krediet zou ook een fonds voor achtergestelde leningen volgens de meeste geïnterviewden wenselijk zijn, omdat hier momenteel het meeste behoefte aan is. Het is wel de vraag in hoeverre beleggers hierin willen beleggen. De rente zal hoog moeten zijn. Het fonds zou echter relatief klein kunnen blijven, omdat hiermee aanvullende financiering mogelijk wordt gemaakt.

Uit de interviews blijkt dat langlopende leningen erg geschikt zouden zijn voor het fonds doordat deze voor beleggers interessanter zijn dan voor banken. De behoefte hieraan zou volgens de geïnterviewden echter beperkt zijn, doordat het mkb met name met kortlopend krediet is gefinancierd.

Het valt te betwijfelen of kleine leningen, van minder dan €1 miljoen, rendabel genoeg kunnen zijn voor een beleggingsfonds. Om deze aantrekkelijk te maken is een efficiënt selectie- en monitoringsproces essentieel. Technologische ontwikkelingen zouden dit kunnen verbeteren.

De rente kan naar verwachting het beste worden vastgesteld door de fondsbeheerder. Hiervoor is het belangrijk dat het rentepercentage kan worden bepaald aan de hand van een kredietwaardigheidsrating, waarvoor een eenduidig model moet worden ontwikkeld.

Conclusie en aanbevelingen

Een mkb-kredietfonds zou zeker een geschikt instrument zijn om de financieringsmogelijkheden voor het mkb te verbeteren. Het zou, zeker op termijn, ook een toegevoegde waarde kunnen bieden om een dergelijk fonds een beursnotering te geven. Hiervoor is het wel belangrijk dat het fonds al voldoende omvang heeft en de markt voldoende ontwikkeld is.

Het is belangrijk dat de informatievoorziening verbeterd wordt, fondsbeheerders zich ontwikkelen en er een efficiëntieslag gemaakt wordt in het selectie- en monitoringsproces door middel van technologische mogelijkheden.

Inhoudsopgave

Inleiding	1
Aanleiding en relevantie	1
Doel- en vraagstelling	1
Onderzoeksmethodologie	1
Leeswijzer	2
1 Kredietverlening aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf voor de kredietcrisis	4
1.1 Historie bankwezen	4
1.2 Criteria kredietwaardigheid	7
1.3 Verhouding tussen bancair krediet en andere financieringsvormen	9
1.4 Vergelijking met andere landen	10
1.5 Antwoord deelvraag 1	11
2 Huidige situatie van kredietverlening aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf	12
2.1 Kredietcrisis	12
2.2 Risico's krediet midden- en kleinbedrijf	13
2.3 Regelgeving banken	14
2.4 Aanbod kredietverlening	15
2.5 Vraag naar financiering	21
2.6 Antwoord deelvraag 2	22
3 Initiatieven uit de praktijk en de overheid om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren	23
3.1 Alternatieve financieringsvormen uit de praktijk	23
3.2 Beleidsontwikkeling en initiatieven vanuit de overheid	24
3.3 Houding en initiatieven van banken	25
3.4 Doelgroep en omvang van initiatieven	26
3.5 Antwoord deelvraag 3	28
4 Noodzakelijke additionele maatregelen	29
4.1 Beperkingen van huidige alternatieve financieringsvormen	29
4.2 Wenselijke situatie voor verschillende belanghebbenden	31
4.3 Mogelijkheden beursfonds	32
4.4 Antwoord deelvraag 4	33
5 Onderzoeksmethodologie	34
5.1 Interviewvragen	34
5.2 Geïnterviewden	35
5.3 Betrouwbaarheid en validiteit	37
5.4 Methodologie interviews en analyse	37
6 Haalbaarheid en wenselijkheid beursgenoteerd mkb-kredietfonds	39
6.1 Haalbaarheid en wenselijkheid mkb-kredietfonds	39
6.2 Haalbaarheid en wenselijkheid beursnotering	42

6.3	Antwoord deelvraag 5 (deel 1)	49
7	Opzet van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds	50
7.1	Juridische en fiscale structuur	50
7.2	Kredietverstrekkers en beheer	52
7.3	Kredietverstrekking	55
7.4	Antwoord deelvraag 5 (deel 2)	57
8	Conclusie en aanbevelingen	59
8.1	Haalbaarheid en wenselijkheid beursgenoteerd mkb-kredietfonds	59
8.2	Opzet van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds	60
8.3	Samenvatting	61
	Literatuurlijst	62
	Bijlagen	65
	A Overzicht figuren	65
	B Interviewresultaten per vraag	66

Inleiding

Aanleiding en relevantie

Sinds het uitbreken van de kredietcrisis komen er vanuit het midden- en kleinbedrijf (mkb) signalen dat de toegang tot financiering sterk verslechterd is. Voorheen was voor het grootste deel van dit segment de huisbank de grootste bron van financiering, maar sinds de kredietcrisis is de bereidheid van banken om krediet te verstrekken sterk afgenomen.

Er wordt vanuit de beroepspraktijk en door de overheid aan meerdere initiatieven gewerkt om de toegang tot financiering voor het mkb te verbeteren. Deze hebben echter over het algemeen nog niet voldoende omvang om de hele markt vlot te trekken.

Vanuit de banken wordt gewerkt aan nieuwe financieringsruimte door samenwerking met institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Deze samenwerking wordt ook door de overheid gestimuleerd. Door deze samenwerking kunnen de financiële middelen van institutionele beleggers gekoppeld worden aan de expertise en infrastructuur van banken.

In dit onderzoek zijn de haalbaarheid en het mogelijke succes onderzocht van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds. Ook hierbij kunnen partijen met de benodigde kennis en de financiële middelen met elkaar verbonden worden. Er is onderzocht of een beursnotering een positief effect zou hebben op de interesse van beleggers en de potentiële omvang. Verder is onderzocht hoe dit fonds het beste ingericht kan worden.

Doel- en vraagstelling

Het doel van dit onderzoek is een bijdrage te leveren aan een oplossing voor het tekort aan financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf, door te onderzoeken of een beursgenoteerd mkb-kredietfonds zou kunnen bijdragen aan het verbeteren van deze financieringsmogelijkheden.

De onderzoeksvraag luidt: in hoeverre is een beursgenoteerd mkb-kredietfonds een geschikt instrument om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren?

Om tot een beantwoording van de onderzoeksvraag te komen zijn de volgende deelvragen geformuleerd:

1. Op welke manier was de financiering van het Nederlandse midden- en kleinbedrijf voor de kredietcrisis geregeld?
2. Wat is de huidige situatie van kredietverlening aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf en welke problemen spelen er?
3. Op welke manier wordt in Nederland door de overheid en initiatieven uit de praktijk gewerkt aan oplossingen om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren?
4. Welke additionele maatregelen zijn noodzakelijk om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren?
5. Is het oprichten van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds een succesvolle oplossing?

Onderzoeksmethodologie

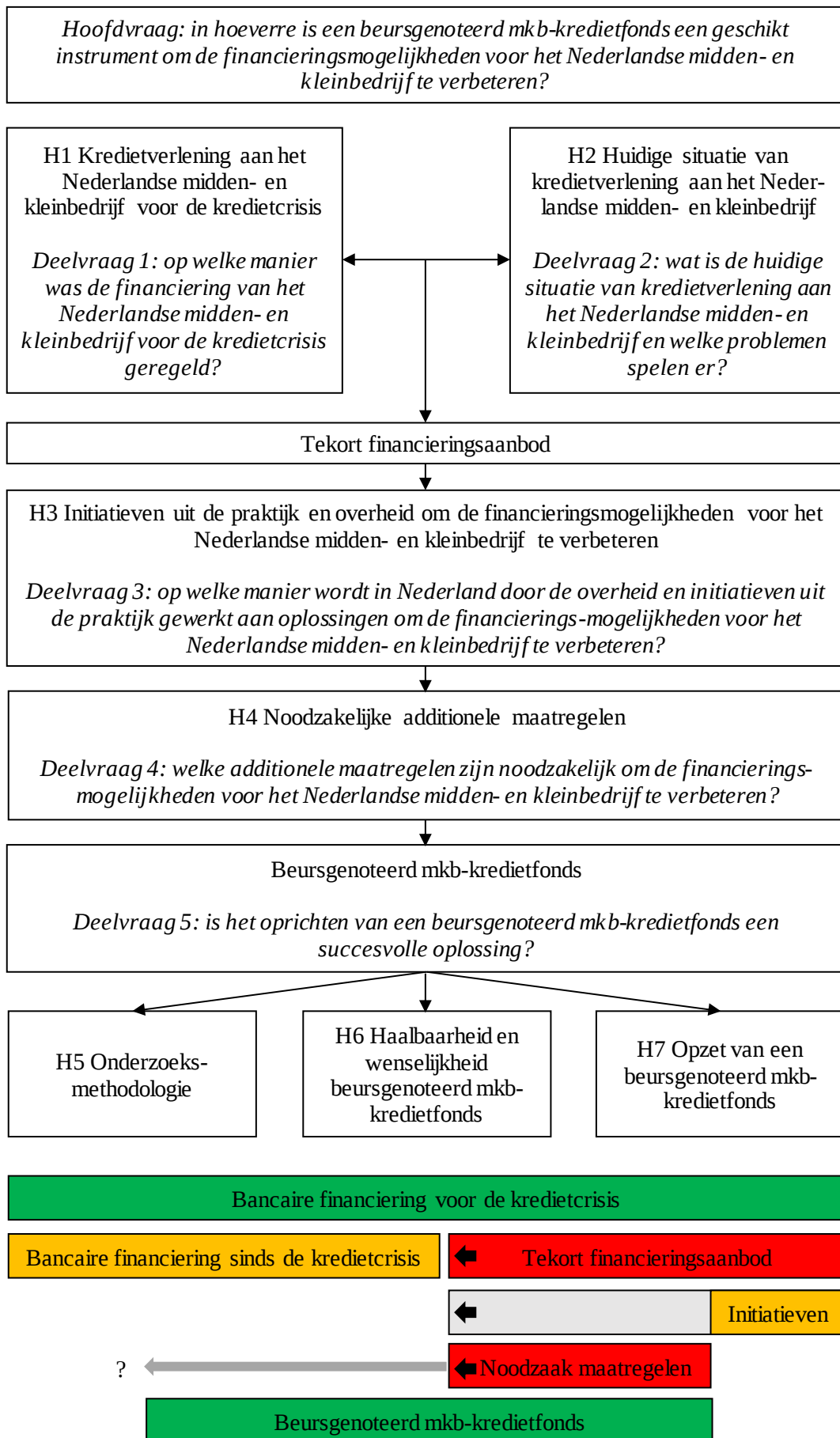
De werkwijze van dit onderzoek is als volgt: eerst is door literatuurstudie de beschikbare kennis op het gebied van mkb-financiering in kaart gebracht. Vervolgens is door middel van interviews de mening van betrokken partijen ten opzichte van de mogelijkheden en de opzet van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds onderzocht.

In hoofdstuk één tot en met vier wordt het theoretisch kader van dit onderzoek beschreven. In hoofdstuk zes en zeven worden de onderzoeksresultaten gepresenteerd.

Een uitgebreide verantwoording van de methodologie waarmee de onderzoeksresultaten zijn verzameld en geanalyseerd, is te vinden in hoofdstuk vijf.

Leeswijzer

In het eerste hoofdstuk wordt de historie van mkb-financiering in kaart gebracht. Hiermee wordt deelvraag één beantwoord. In het tweede hoofdstuk wordt de huidige situatie omtrent kredietverlening aan het mkb in beeld gebracht. Hiermee wordt deelvraag twee beantwoord. In hoofdstuk drie worden de initiatieven beschreven die zijn genomen om de financieringsmogelijkheden voor mkb-bedrijven te verbeteren. Hiermee wordt deelvraag drie beantwoord. In hoofdstuk vier worden de noodzakelijke additionele maatregelen besproken, waarmee deelvraag vier beantwoord wordt. In het vijfde hoofdstuk wordt de onderzoeksmethodologie beschreven. In het zesde hoofdstuk wordt beschreven of het opzetten van een beursfonds voor mkb-krediet haalbaar en wenselijk zou zijn. In het zevende hoofdstuk wordt beschreven hoe dit fonds opgezet zou kunnen worden. Gezamenlijk wordt met hoofdstuk zes en zeven deelvraag vijf beantwoord. Zie figuur 1 voor een schematische weergave.



Figuur 1: structuur van het onderzoek

1 Kredietverlening aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf voor de kredietcrisis

In dit hoofdstuk wordt de situatie van kredietverlening aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf voor de kredietcrisis beschreven. Om inzicht te krijgen in de wijze waarop een duurzame oplossing voor het mkb-financieringsprobleem gecreëerd kan worden, is het belangrijk een goed beeld te hebben van hoe de situatie voor de kredietcrisis was. In dit hoofdstuk wordt eerst de rol beschreven die banken hierin speelden, en hoe deze zich in de loop der jaren heeft ontwikkeld. Vervolgens worden de criteria behandeld die banken stelden aan de kredietwaardigheid van mkb-bedrijven. Daarna wordt de verhouding tussen banken en andere financiers behandeld. Ten slotte wordt beschreven hoe de situatie in Nederland was in vergelijking met andere landen. Hiermee wordt antwoord gegeven op de eerste deelvraag.

Deelvraag 1: op welke manier was de financiering van Nederlandse mkb-bedrijven voor de kredietcrisis geregeld?

1.1 Historie bankwezen

De geschiedenis van de Europese banken start in de middeleeuwen. Doordat mensen in die tijd meer gingen produceren dan dat ze voor eigen behoefte nodig hadden, ontstond er arbeidsverdeling en ruil. Om dit mogelijk te maken werd het geldsysteem ontworpen. Geld kreeg de functies rekeneenheid, ruilmiddel en spaarmiddel. Hiervoor werden gouden munten gemaakt.

Kooplieden die geld overhadden wilden dit op een veilige plaats in bewaring geven. Dit deden ze bij de goudsmid. Deze gaf een ontvangstbewijs af met daarop de waarde van het in bewaring gegeven geld. Zo ontstond de eerste bank, waar men spaargeld in bewaring kon geven.

De ontvangstbewijzen werden vervolgens ook geaccepteerd als betalingsmiddel. Hiermee ontstond het bankbiljet. Op een gegeven moment gingen goudsmiden ook bankbiljetten, zogenaamde promesses, uitgeven zonder dat hier goud tegenover stond. Dit moest met een renteopslag worden terugbetaald. Zo is kredietverlening ontstaan (LWEO, onbekend).

Eerst waren de banken nog kleine organisaties, waarvan de bankdirecteur zijn klanten persoonlijk kende. Maar in het begin van de 20^e eeuw ontstonden door fusies grotere banken.

Ook de kredietverlening veranderde. Eerst werden er alleen kortlopende leningen verstrekt aan bedrijven om voorraden te financieren, maar in de loop van de 20^e eeuw werd er ook geld geleend voor gebouwen en machines. Deze leningen werden pas na jaren afgelost (Nationaal Historisch Museum, onbekend).

Terwijl Nederlandse particulieren en bedrijven hun financiering voor het grootste deel bij de banken halen, staat het vermogen van de Nederlandse huishoudens maar voor een klein deel op bankdeposito's. In 2013 was dit €377 miljard. Het pensioenvermogen bedroeg €1.155 miljard. Daarnaast was €92 miljard in effecten belegd. Doordat dit vermogen slechts gedeeltelijk bij banken is uitgezet hebben banken een zogenaamd retail funding gap: de binnenlandse kredietverlening is veel hoger dan de binnenlandse deposito's van bedrijven en particulieren. In 2012 was dit een gat van ongeveer €500 miljard. Ongeveer tweederde van de geconsolideerde Nederlandse bankbalans was dan ook gefinancierd door middel van marktfinanciering, zoals door aandelen en obligaties (DNB, 2012).

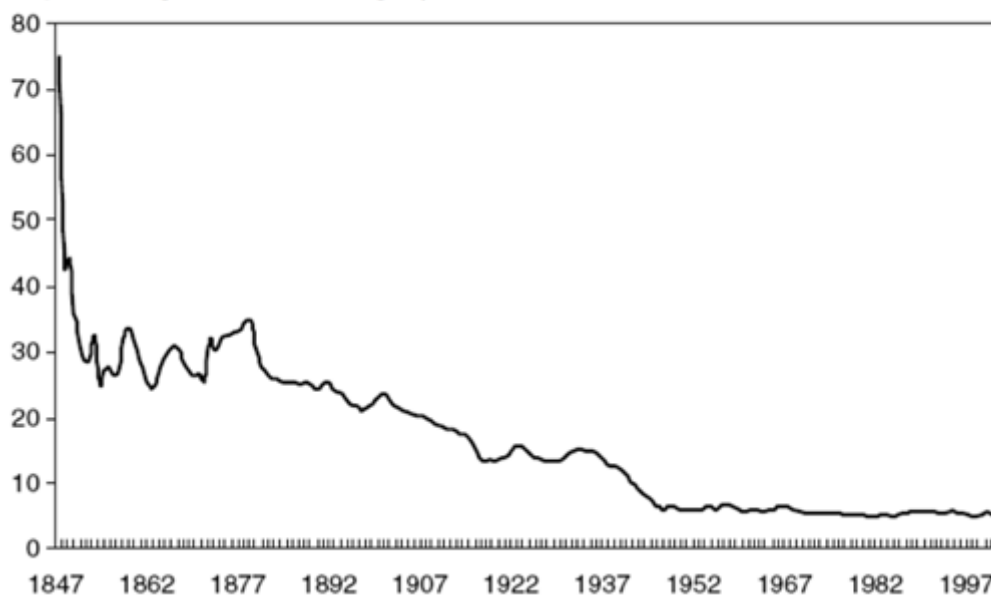
In de loop der jaren is het eigen vermogen van banken scherp afgenomen. Waar dit in de 19^e eeuw nog rond de 30% lag werd dit in de loop van de 20^e eeuw afgebouwd. Na de tweede wereldoorlog is het eigen vermogen van Europese banken structureel rond de 5% komen te liggen (zie figuur 2).

Deze trend kan worden verklaard door de theorie van Modigliani en Miller (1963). Volgens hun financieringstheorie maakt het voor de vermogenskosten van een bedrijf, in het geval van een perfecte markt, niet uit in welke verhouding de financiering aangetrokken wordt met eigen of met vreemd vermogen. De vermogenskosten worden namelijk bepaald door het risicogehalte van de onderliggende activa. De vermogenskosten voor het eigen vermogen zullen wel hoger liggen dan voor het vreemd

vermogen, omdat het eigen vermogen de eerste klappen opvangt als het bedrijf ondermaats presteert. Maar naar mate er meer met eigen vermogen gefinancierd wordt dalen de vermogenskosten van het eigen vermogen omdat het risico over een groter bedrag uitgesmeerd kan worden, en de vermogenskosten van het vreemd vermogen dalen omdat het risico voor de vreemd vermogensverschaffers kleiner wordt. Er is immers een grotere buffer met eigen vermogen die de eerste klappen opvangt. Per saldo maakt dit geen verschil voor de vermogenskostenvoet. Het maakt echter wel verschil als het effect van belastingen wordt meegenomen. Wanneer geld wordt uitgekeerd aan eigen vermogensverschaffers moet hier namelijk vennootschapsbelasting over worden betaald. Maar de uitkeringen aan vreemd vermogensverschaffers, door middel van rente, zijn onbelast. Hoe meer er dus met vreemd vermogen gefinancierd wordt, hoe meer belasting er ook ontweken wordt. Hierdoor wordt de vermogenskostenvoet verlaagd.

Hiernaast is er nog een tweede reden waarom dit de vermogenskostenvoet verlaagt. Omdat banken een onmisbare maatschappelijke functie hebben, zullen overheden garant moeten staan wanneer het misgaat met een bank. Het zou immers grote economische schade veroorzaken als het betalingsverkeer tot stilstand zou komen. Overheden hebben hierom altijd garant gestaan voor de vreemd vermogensverschaffers, het zogenaamde bail-out regime. Hierdoor worden de vermogenskosten van het vreemd vermogen verlaagd, omdat de vermogensverschaffers minder risico lopen (zie figuur 3). Het is daarom voor banken aantrekkelijk om zo min mogelijk eigen vermogen aan te houden. Hierdoor hoeven financiële tegenvallers namelijk zo min mogelijk door beleggers opgevangen te worden en komt zoveel mogelijk risico terecht bij de overheid. Hierdoor is er sprake van een expliciete en een impliciete overheidssubsidie (Jacobs, 2014). De lage vermogenskosten geven banken een concurrentievoordeel op financiers op de kapitaalmarkt, omdat banken goedkoper geld uit kunnen lenen.

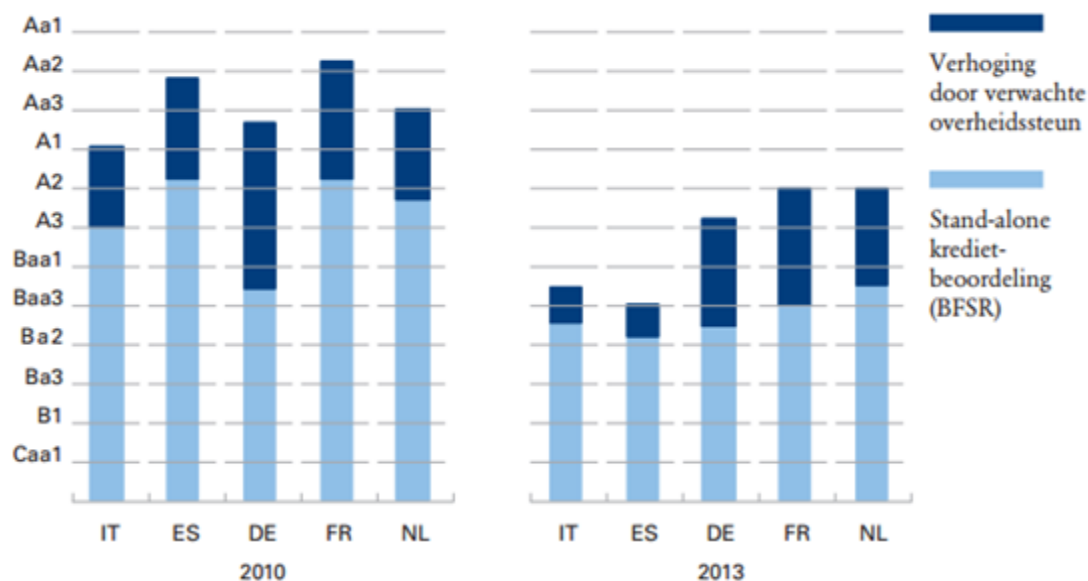
Gemiddeld eigen vermogen van Europese commerciële banken, 1847-1997 (als percentage totale bezittingen)



Figuur 2 (Van Tilburg, 2012)

Kredietbeoordeling nationale bankensectoren

Gemiddeld kredietoordeel grootste banken, per land, 2010 en 2013.



Bron: Moody's en eigen berekeningen DNB.

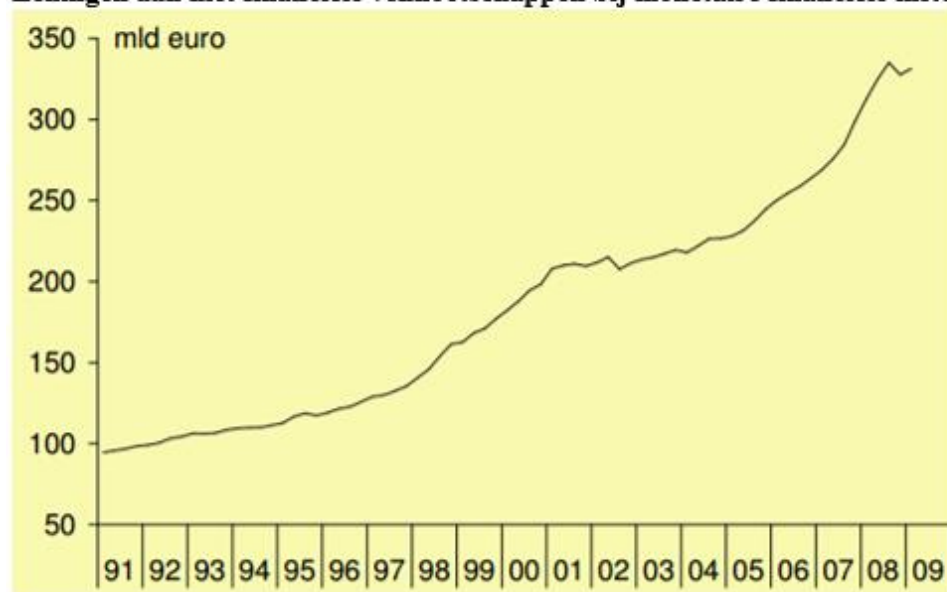
Figuur 3 (DNB, 2013a)

Het aantal banken in Nederland is sterk gekrompen. Er zijn momenteel nog maar vier grootbanken: ABN AMRO, ING, Rabobank en SNS. Deze vier banken zijn uit een lange reeks fusies ontstaan. De omvang van deze vier banken is in 2012 gelijk aan 77% van de totale bankensector en hebben een gezamenlijk balanstotaal van 362% van het bruto binnenlands product (bbp). De totale bankensector heeft dan een omvang van 471% van het bbp (Van Tilburg, 2012).

De zakelijke kredietverlening van banken bedraagt in 2013 in totaal €350 miljard. Dit is 64% van het bbp (CBS, onbekend a). Van de zakelijke kredietverlening bestaat bij benadering 48% uit mkb-krediet (Commissie Hoek, 2013). Dit bedraagt zo'n €170 miljard (31% van het bbp).

Sinds 1991 is de bancaire zakelijke kredietverlening hard gestegen. In 1991 bedroeg deze nog zo'n €100 miljard (zie figuur 4). Dit was 28% van het bbp (CBS, onbekend a).

Leningen aan niet financiële vennootschappen bij monetaire financiële instellingen



Figuur 4 (CPB, 2009)

Naast het traditionele relatiebankieren zijn veel banken zich steeds meer gaan toeleggen op het zakenbankieren. Bij relatiebankieren bouwt de bankier een lange termijnrelatie op met de klant en investeert in het verzamelen van klant-specifieke informatie. Hierbij worden verschillende financiële diensten geleverd aan de klant. Het coöperatiemodel is de ultieme vorm van relatiebankieren. Bij zakenbankieren gaat het echter om onpersoonlijke financiële transactie die meestal via de beurs worden afgehandeld (Arnold, 2011).

Hans Biesheuvel zei hierover in 2013: *“ik vind dat bij banken tegenwoordig het timmermansoog ontbreekt. Ondernemend Nederland is gebaat bij ervaren bankiers die de goede ondernemers met de goede plannen eruit weten te halen. De bankier en de ondernemer verstaan elkaar niet meer goed. Een echte ondernemer wordt ’s ochtends wakker met een idee en wil dat dezelfde dag nog gaan uitvoeren. De echte bankier herkent dit. Iedere ondernemer die met een goed plan bij hem aanklopt, moet snel en goed antwoord krijgen.”*

1.2 Criteria kredietwaardigheid

Eerst wordt er een algemene samenvatting gegeven over de aspecten die van belang zijn bij een kredietwaardigheidsbeoordeling. Vervolgens wordt er een overzicht gegeven van het kredietbeleid dat banken de laatste jaren voor de kredietcrisis voerde.

Elke kredietaanvraag wordt door de bank beoordeeld. Hiervoor heeft elke bank haar eigen procedure en acceptatiecriteria, maar in grote lijnen sluiten deze op elkaar aan. Ook kunnen deze acceptatiecriteria van tijd tot tijd verschillen. In tijden van economische groei zal er sneller krediet worden verleend dan in moeilijke economische tijden.

Ten eerste wordt een aanvraag beoordeeld op de gezondheid van het betreffende bedrijf, waarbij onder andere wordt gekeken naar de vooruitzichten voor de betreffende branche, de kwaliteit van het marketingplan, de historische prestaties en de kwaliteit van het management (Vos, 2005). Hiermee wordt beoordeeld of het bedrijf in de toekomst rendabel zal zijn, waarbij er voldoende winst wordt gemaakt en geld wordt ontvangen om aan de rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen. Daarnaast wordt beoordeeld of de risico's acceptabel zijn waardoor de continuïteit van het bedrijf gewaarborgd blijft.

Daarnaast wordt gekeken naar de financiële situatie van het bedrijf. Voor de bank is het belangrijk dat het bedrijf een goede solvabiliteit heeft, waarbij de aandeelhouders van het bedrijf zelf ook financieel

risico lopen. De bancaire solvabiliteit wordt anders berekend dan de bedrijfseconomische solvabiliteit, omdat hierbij gecorrigeerd wordt voor stille reserves, immateriële activa en geactiveerde kosten. Ook off-balanceverplichtingen worden meegenomen. Daarnaast wordt achtergesteld vreemd vermogen door de bank meegeteld als eigen vermogen. De minimale solvabiliteit kan per bedrijfstak verschillen. Daarnaast beoordeelt de bank de eventuele opbrengstwaarde van het geboden onderpand wanneer de lening niet terugbetaald zou worden. Zo zal bij de aanschaf van een registergoed, zoals vastgoed, een hoger deel van de executiewaarde geleend kunnen worden dan bij auto's of voorraden, omdat de waarde van auto's en voorraden sneller zal dalen.

Het zwaartepunt van de beoordeling is in de loop der jaren verschoven van de beoordeling van het onderpand naar de beoordeling van de rentabiliteit en continuïteit.

De looptijd van de lening is afhankelijk van de investering die hiermee gemoeid is. Over het algemeen geldt dat leningen voor onroerende zaken meestal tien tot twintig jaar duren. Bij machines en andere bedrijfsmiddelen is het gebruikelijk dat de lening in drie tot zeven jaar wordt afgelost. Vlottende activa wordt uitsluitend gefinancierd door middel van dagelijks opvraagbaar rekening-courantkrediet.

In het rapport Vermogen om te ondernemen van de Expertgroep KMO financiering uit 2007, bleek dat 90% van de mkb-bedrijven die een kredietaanvraag deden dit krediet verstrekt kregen. De knelpunten waardoor bankkredieten het meest werden afgewezen betroffen:

- een gebrek aan voldoende vertrouwen in de ondernemingsleiding;
- een gebrek aan vertrouwen in de betreffende branche;
- een gebrek aan zekerheden of onderpand;
- de onbekendheid met andere vermogensverschaffers dan banken;
- de onwil om zeggenschap te delen;
- het ontbreken van een krediethistorie.

Daarnaast vormen kleine kredieten, met name kredieten tot aan €150.000, een probleem. Voor deze kredieten zijn prohibitief hoge kosten gemoeid met de risicobeoordeling, de beheerskosten en het solvabiliteitsbeslag. Hierdoor is het voor banken commercieel niet aantrekkelijk om het krediet te verstrekken (Expertgroep KMO financiering, 2007).

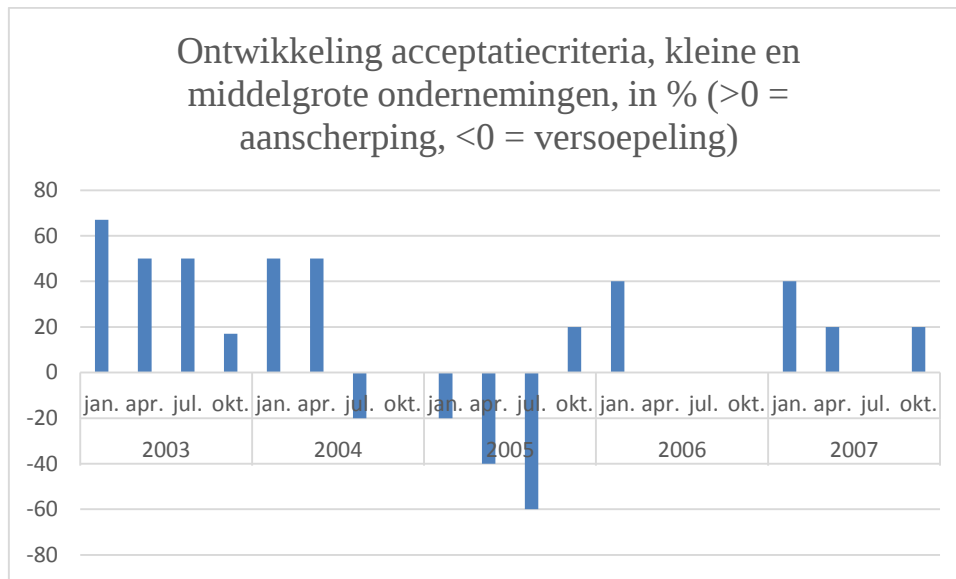
Ook voor de kredietcrisis hadden banken al te maken met regelgeving. Hiermee werd getracht de financiële gezondheid van banken zo goed mogelijk te verzekeren. Op internationaal vlak werd deze regelgeving bepaald door de in 1930 opgerichte Bank of International Settlements (BIS).

In de jaren zeventig kwamen veel banken in de financiële problemen. In 1974 werd daarom een comité opgericht met als doel nieuwe richtlijnen op te stellen waarmee de kapitaalposities van banken verbeterd konden worden. Deze bijeenkomsten vinden plaats in Bazel. Het Baselcomité doet alleen aanbevelingen, die niet dwingend opgelegd kunnen worden. Dit is aan de individuele autoriteiten.

In 1988 werd het Bazel I-akkoord opgesteld. Hier werden onder andere eisen gesteld aan het kapitaal dat banken moesten aanhouden bij het aangaan van een lening. De banken moesten 8% eigen vermogen aanhouden voor elke lening die ze uit hadden staan. Dit kon echter verlaagd worden als er sprake was van onderpand. Een staatslening kon zelfs een 0%-weging hebben, waardoor hier helemaal geen kapitaal voor aangehouden hoefde te worden. Dit is de zogenaamde risicogewogen kapitaaleis. Er was dus nog geen sprake van een ongewogen kapitaaleis (Baseliii.nl, onbekend a).

In 1999 werd voorgesteld het eerste akkoord te vervangen door een meer risicogevoelig kader. Dit werd in 2007 geïmplementeerd, onder de naam Bazel II. Dit akkoord berustte op drie pijlers: minimum kapitaaleisen, toezicht en marktwerking. De minimale kapitaaleisen konden door banken zelf via meerdere modellen bepaald worden. Ze konden hier interne modellen voor de risicoweging voor gebruiken, zolang deze goedgekeurd zijn door de toezichthouder (Baseliii.nl, onbekend b).

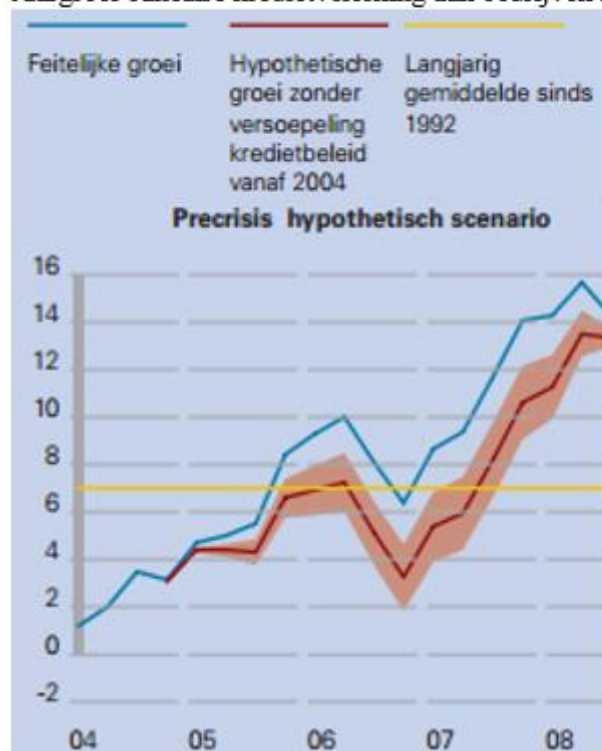
De laatste jaren voor de kredietcrisis werden de acceptatiecriteria voor kredieten versoepeld. Volgens de DNB heeft dit de feitelijke groei van de zakelijke kredietverlening tussen 2004 en 2008 met enkele procentpunten per jaar verhoogd (zie figuur 6).



Figuur 5 (DNB, onbekend a)

Invloed bancaire kredietbeleid op zakelijke kredietverlening

Jaargroei bancaire kredietverlening aan bedrijven in procenten



Figuur 6 (DNB, 2014)

1.3 Verhouding tussen bancaire krediet en andere financieringsvormen

Banken vervullen meer dan 80% van de externe financieringsbehoefte van het midden- en kleinbedrijf (Commissie Hoek, 2013). Bedrijven zochten voor de kredietcrisis weinig naar alternatieve mogelijkheden, omdat banken bereid waren tegen een aantrekkelijke rente geld uit te lenen. Zoals vermeld in paragraaf 1.2 werd slechts 10% van deze aanvragen afgewezen.

Naast de aantrekkelijke rente die de banken vroegen was het voor bedrijven aantrekkelijker om investeringsplannen te realiseren met vreemd vermogen dan met eigen vermogen. De vermogenskosten die hierover worden betaald (de rente) zijn namelijk fiscaal aftrekbaar, waardoor een

belastingvoordeel ontstaat ten opzichte van extra eigen vermogen. Daarnaast zijn veel mkb-bedrijven niet bereid externe financiering op te halen in ruil voor aandelen, omdat de eigenaren niet bereid zijn zeggenschap over hun bedrijf af te staan.

De belangrijkste alternatieve financieringsvorm was de privéomgeving, de zogenaamde friends, family & fools. Andere voorkomende financiers waren informal investors en participatiemaatschappijen, zoals venture capital en private equity fondsen. Dit zijn fondsen die respectievelijk in startende, snelgroeiende bedrijven en in volwassen bedrijven investeren (NVP, onbekend). Maar het aanbod van deze fondsen is in de loop der tijd verschaald (Expertgroep KMO financiering, 2007).

Tot in de jaren zeventig van de 20^e eeuw heeft er ook een actieve primaire en secundaire markt bestaan voor onderhandse leningen. Hierbij financierden pensioenfondsen en verzekeraars langlopende bedrijfsleningen. Dit gebeurde zowel door een samenwerking tussen meerdere financiers als individueel. Dit was complementair aan bancaire kredietverlening. Banken verkochten via de kapitaalmarkt haar verstrekte leningen gedeeltelijk door aan institutionele beleggers (Commissie De Swaan, 2011).

Maar ook voor de crisis was er al wel behoefte aan nieuwe financieringsvormen. Zo werd in het rapport Vermogen om te ondernemen van de Expertgroep KMO financiering uit 2007 bepleit om nieuwe financiële instrumenten te ontwikkelen, zodat het aanbod van garantievermogen kan worden vergroot. Hierbij zou het “omvangrijk potentieel” van de publieke kapitaalmarkt en de niet-publieke of onderhandse kapitaalmarkt geactiveerd kunnen worden. Hierin stond dat de openbare kapitaalmarkt rijp lijkt voor achtergestelde leningen. Dit zou door middel van securitisatie¹ in zogenaamde pools op de kapitaalmarkt kunnen worden aangeboden. Banken zouden zich kunnen specialiseren in het uitgeven van dit soort financiële instrumenten om hiermee aantrekkelijke provisie-inkomsten te ontvangen.

1.4 Vergelijking met andere landen

De omvang van de bancaire zakelijke kredietverlening in Nederland verschilt niet veel van het gemiddelde in het eurogebied. In 2008 was de omvang van de bancaire zakelijke kredietverlening, in verhouding tot het bbp, in Nederland ruim 60%. In het eurogebied was dit gemiddeld zo’n 55%. Dit wijkt echter wel sterk af van het Verenigd Koninkrijk, waar dit zo’n 40% bedroeg, en de Verenigde Staten, waar dit slechts zo’n 25% bedroeg (zie figuur 7).

In deze landen wordt bijvoorbeeld gebruik gemaakt van kredietunies, waarbij met name vermogende (oud-)ondernemers geld inbrengen in een coöperatie en dit wordt uitgeleend aan mkb-bedrijven uit dezelfde branche of regio. In de Verenigde Staten bestaan al 8.000 kredietunies, met 800 miljard dollar beheerd vermogen (Kredietunie Nederland, 2011).

Een bekende financieringsvorm in de Verenigde Staten zijn US Private Placements (USPP’s). Hierbij halen bedrijven geld op bij een pensioenfonds of een verzekeraar. Deze institutionele beleggers hebben een eigen team dat de kredietaanvragen beoordeelt. Dit is echter niet geschikt voor het midden- en kleinbedrijf, omdat het hierbij om leningen gaat met een minimale omvang van 50 miljoen dollar (Mouwen, 2013).

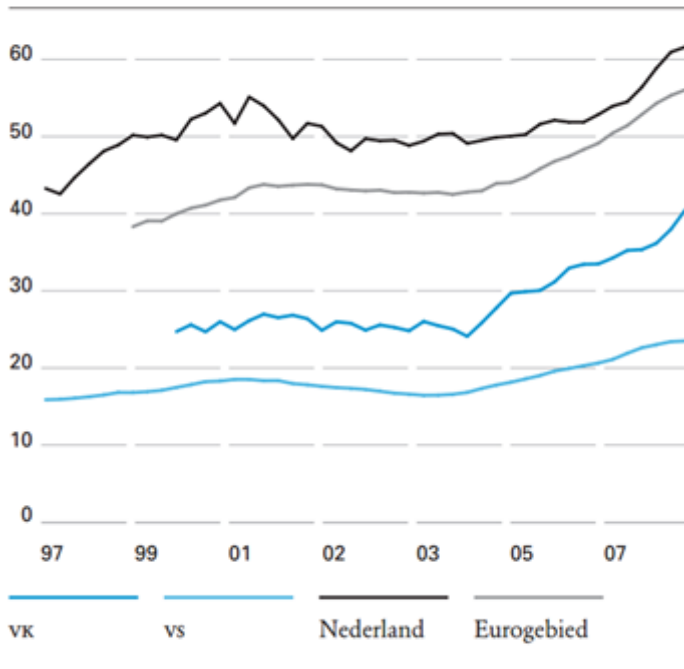
Daarnaast is in de Verenigde Staten de securitisatiemarkt voor bedrijfsleningen veel sterker ontwikkeld dan in Nederland (Expertgroep KMO financiering, 2007). Hierbij worden leningen in een

¹ “Securitisatie: de overdracht, door een bank of bedrijf, van bezittingen aan een speciaal daarvoor opgericht bedrijf. Het overnemende bedrijf geeft verhandelbare effecten uit om de overname te financieren. De overgenomen bezittingen dienen daarbij als een soort onderpand.” (Encyclo.nl, onbekend a)

special purposes vehicle (SPV)² geplaatst. Deze SPV geeft vervolgens verhandelbare effecten uit aan beleggers om de activa mee te financieren.

Kredietverlening aan niet-financiële bedrijven als % bbp

Ratio in procenten, kwartaalcijfers



Bron: ECB en OESO.

Figuur 7 (DNB, 2009)

1.5 Antwoord deelvraag 1

Deelvraag 1: op welke manier was de financiering van Nederlandse mkb-bedrijven voor de kredietcrisis geregeld?

Al sinds de middeleeuwen is zakelijke kredietverlening één van de kernactiviteiten van banken. Voor de kredietcrisis was het in Nederland vaak vanzelfsprekend dat voor een financieringsbehoefte bij de banken werd aangeklopt. Van de externe financiering van het Nederlandse midden- en kleinbedrijf kwam ruim 80% bij banken vandaan. Er waren wel andere financieringsvormen, maar de behoefte hieraan was beperkt. Banken vervulden kort voor de kredietcrisis zo'n 90% van de kredietaanvragen. Dit konden ze doen tegen erg lage rentetarieven, omdat ze relatief lage financieringskosten hadden. Dit werd met name veroorzaakt doordat de overheid garant stond in het geval een bank in financiële problemen kwam. Dit maakte deze markt voor niet-bancaire partijen niet interessant. De mkb-portefeuille van Nederlandse banken is opgelopen tot €170 miljard in 2013.

De situatie in andere eurolanden was vergelijkbaar met die in Nederland, maar in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk lag dit anders. Hier was de bankensector een stuk kleiner en werden mkb-bedrijven voor een veel groter deel gefinancierd door beleggers, via bijvoorbeeld investeringsfondsen.

² "Special purposes vehicle: vennootschap die is opgericht om bepaalde projecten of activiteiten van een onderneming uit te voeren en de daarbij behorende activa en hun financiering onder te brengen op een aparte balans - en dus niet te laten voorkomen op de balans van het moederbedrijf." (Encyclo.nl, onbekend b)

2 Huidige situatie van kredietverlening aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf

In dit hoofdstuk wordt beschreven in hoeverre de situatie van kredietverlening aan het mkb sinds de kredietcrisis is veranderd. Eerst wordt kort de aanleiding van de kredietcrisis beschreven, vervolgens wordt verteld wat deze voor effect heeft op het risicogehalte van mkb-financiering. Vervolgens wordt beschreven welke nieuwe regelgeving er is ingevoerd en hoe deze effect heeft op de mogelijkheden tot zakelijke kredietverlening. Daarna wordt beschreven in hoeverre banken sinds de kredietcrisis nog bereid zijn krediet te verstrekken. Ten slotte wordt beschreven hoe de vraag naar krediet van mkb-bedrijven zich sinds de crisis heeft ontwikkeld. Hiermee wordt de tweede deelvraag beantwoord.

Deelvraag 2: wat is de huidige situatie van kredietverlening aan Nederlandse mkb-bedrijven en welke problemen spelen er?

2.1 Kredietcrisis

De aanleiding van de kredietcrisis is ontstaan in de Verenigde Staten. De banken daar verstrekten hypotheekleningen aan mensen die zich dit eigenlijk niet konden veroorloven. Dit waren de zogenaamde subprime mortgages. De banken die de leningen verstrekt hadden, bundelden deze vervolgens en verkochten deze pakketten via securitisatie wereldwijd door aan andere investeerders. Hiervoor ontvingen de verstrekende banken een aantrekkelijke bonus.

Deze hypotheekleningen hadden een variabele rente en toen de rente in 2007 steeg, waren deze particulieren niet meer in staat aan de betalingsverplichtingen te voldoen. Hierdoor daalde de waarde, waardoor de banken die hadden belegd in deze pakketten in financiële problemen kwamen. Het financiële stelsel bleek heel fragiel te zijn. Hierdoor vertrouwden banken elkaar niet meer, waardoor het interbancair betalingsverkeer opdroogde. In september 2008 leidde dit tot het faillissement van Lehman Brothers (Rijksoverheid, onbekend).

Hoewel de crisis eerst aan Nederland voorbij leek te gaan, bleek al snel dat ook de balansen van Nederlandse banken en pensioenfondsen vervuild waren met de hypotheekpakketten (Lycklama à Nijeholt, 2014). Hierdoor waaide de kredietcrisis over naar Nederland en kwamen ook hier banken in de problemen. Dit leidde tot het faillissement van DSB Bank. Ook de ABN AMRO Bank, Fortis Bank, ING Bank en SNS Bank kwamen in de problemen en hadden staatsteun nodig.

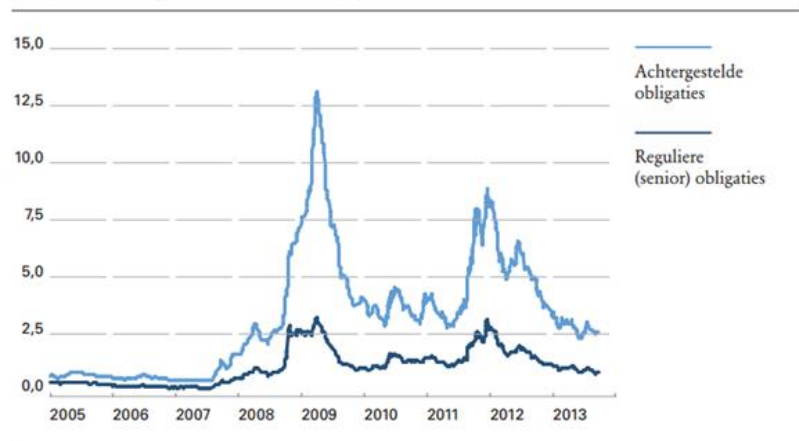
De kredietcrisis leidde tot een economische recessie. De recessie leidde tot de eurocrisis, waarbij een aantal eurolanden in financiële problemen verzeild raakte en steun nodig hadden van de gezondere Europese landen, waaronder Nederland.

Door de economische terugval en financiële problemen daalde de AEX-index in 2008 met 52%. De Nederlandse financiële stressindex van de DNB³ bereikte ongekende hoogtepunten (DNB, 2013a) en ook de risicopremie op bankobligaties, met name de achtergestelde obligaties, steeg tot ongekende hoogtes (zie figuur 8).

³ Een samengestelde indicator voor marktonrust in het Nederlandse financiële stelsel

Risicopremie bankobligaties uitgegeven in euro's

In procenten, per dag, 01-01-2005 t/m 20-09-2013.



Risicopremie betreft het rendement boven de risicovrije rente (vijfjaars renteswap).
Bron: Thomson Datastream.

Figuur 8 (DNB, 2013a)

2.2 Risico's krediet midden- en kleinbedrijf

Door de economische recessie is het aantal faillissementen de afgelopen jaren fors gestegen. Waar tussen 2000 en 2008 het gemiddeld aantal faillissementen van bedrijven (exclusief eenmanszaken) lag op 4132 per jaar, steeg dit tussen 2009 en 2013 naar gemiddeld 7001 (CBS, onbekend b). Het midden- en kleinbedrijf heeft over het algemeen meer last van de recessie dan het grootbedrijf. Hiervoor zijn meerdere redenen. Zo heeft het mkb een sterke binnenlandse oriëntatie. Doordat het grootbedrijf zijn afzet voor een groter deel uit het buitenland haalt wordt het minder geraakt door de Nederlandse recessie. Ook is het mkb meer vertegenwoordigd in conjunctuurgevoelige sectoren (EIM, 2009). Daarnaast hebben mkb-bedrijven minder specialistische kennis in huis om zich aan te passen aan economische tegenspoed.

Ook hebben mkb-bedrijven minder eigen vermogen. In 2009 hadden ze gemiddeld 28% eigen vermogen, waar dit bij het grootbedrijf 41% was (zie figuur 9). Hierdoor hebben ze minder buffervermogen om financiële tegenvallers op te vangen. Ze komen daardoor eerder in financiële problemen.

Financiële gegevens van het niet-financiële bedrijfsleven naar grootteklasse, 2009*

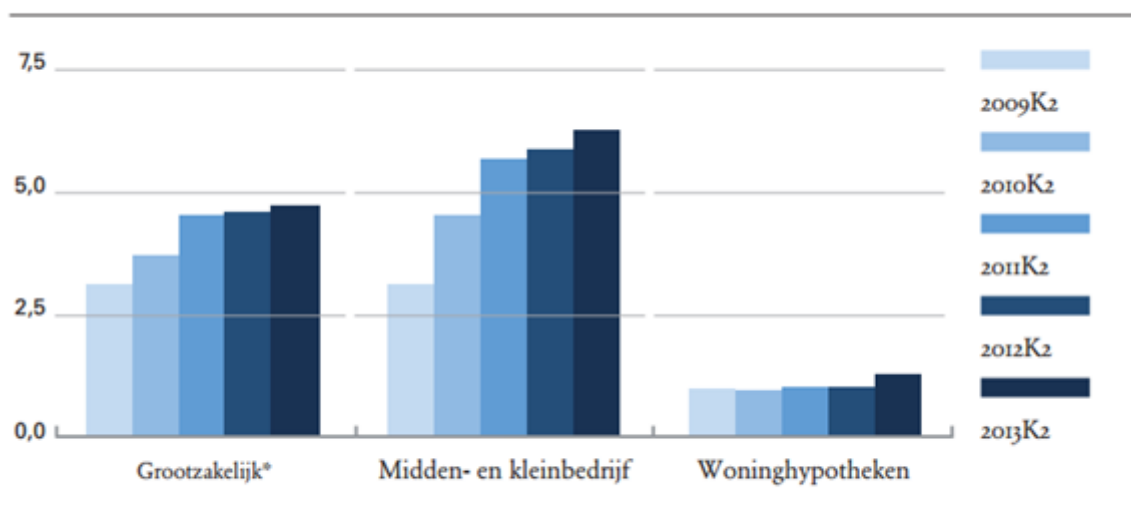
	Totaal	MKB	Waarvan			
			Klein (nrp)	Klein (rp)	Midden	Groot
Eigen vermogen	41%	28%	19%	34%	30%	41%
Vreemd vermogen	59%	72%	81%	66%	70%	59%
- langlopend	26%	31%	44%	28%	27%	29%
- kortlopend	33%	41%	37%	38%	43%	30%

Figuur 9 (Duffhues en Roosenboom, 2011)

Het deel probleemleningen van de Nederlandse banken is het hoogst in de mkb-portefeuille. Waar dit in 2009 voor het mkb en het grootbedrijf nog ongeveer gelijk was (allebei ongeveer 3%), is dit in de jaren daarna scheef getrokken. In de mkb-portefeuille is dit gestegen naar ruim 6%, terwijl dit bij het grootbedrijf nog onder de 5% ligt (zie figuur 10).

Probleemleningen per portefeuille Nederlandse bankensector

In procenten van totale leningvolume, per jaar, 2009K2 t/m 2013K2.



Gebaseerd op een steekproef van grote banken. Probleemleningen betreffen leningen met een betalingsachterstand van minimaal 90 dagen. *) Grootzakelijke portefeuille is inclusief uitzettingen in commercieel vastgoed.

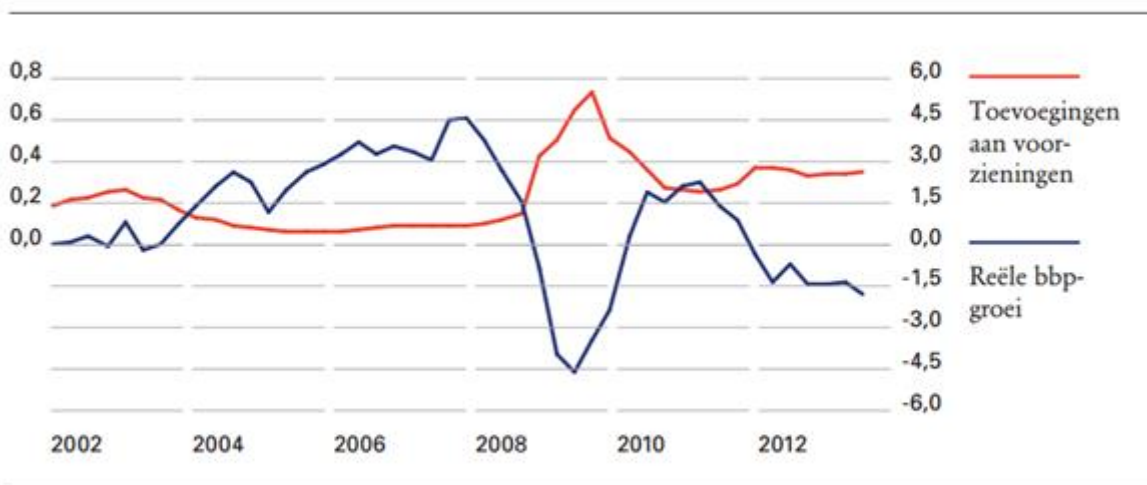
Bron: DNB

Figuur 10 (DNB, 2013a)

De voorzieningen die banken hebben genomen zijn sinds de kredietcrisis dan ook gestegen (zie figuur 11). Deze drukten de winst van de Nederlandse banken in 2012 met ongeveer 50 procent (DNB, 2013a).

Nieuwe voorzieningen Nederlandse bankensector

Toevoegingen aan voorzieningen in procenten van totale activa (l-as), en reële bbp-groei in procenten (j-o-j, r-as), per kwartaal, 2002K1 t/m 2013K2.



Bbp gecorrigeerd voor werkdagen-effecten. Toevoegingen aan voorzieningen betreft vierkwartaalssom.

Bron: DNB, CBS.

Figuur 11 (DNB, 2013a)

2.3 Regelgeving banken

Door de crisis is de houding tegenover de risico's van de bankensector veranderd. Dit heeft ertoe geleid dat mondiale, Europese en nationale autoriteiten nieuwe regelgeving hebben geïntroduceerd om de banken stabiel te maken en de risico's in te perken (KPMG, 2012). De belangrijkste nieuwe

regelgeving die is ingevoerd betreft Bazel III. In deze paragraaf wordt alleen de nieuwe regelgeving behandeld die invloed heeft op mkb-kredietverlening.

Bazel III heeft wetgeving op het gebied van de **leverage ratio** geïntroduceerd. Dit is de verhouding tussen het eigen vermogen en het balanstotaal. Zoals beschreven in paragraaf 1.1 houden banken al decennia lang hun leverage ratio zo laag mogelijk, omdat dit twee voordelen heeft: de rentekosten zijn fiscaal aftrekbaar terwijl dividenduitkeringen dit niet zijn en de overheid staat garant voor de vreemd vermogensverschaffers, wat de risico-opslag beperkt. Hierdoor nemen de financieringskosten af naarmate er meer met vreemd vermogen wordt gefinancierd. Door Bazel III is de minimale leverage ratio gesteld op 3%, en in de Nederlandse overheid is er over gesproken om deze ratio te verhogen naar 4%. Hoewel banken hier al nadrukkelijk tegen in opstand komen, zijn er wetenschappers die benadrukken dat deze ratio op termijn zelfs nog flink verhoogd moet worden. Jacobs (2014) meent zelfs dat een percentage van 20-30% nagestreefd moet worden.

Naast de leverage ratio is ook regelgeving ingevoerd om **bail-in** te realiseren. Dit houdt in dat verliezen van banken in eerste instantie bij private crediteuren worden neergelegd (DNB, 2013a). Hiervoor moet er een voldoende groot buffervermogen aanwezig zijn, bestaande uit aandelen en achtergestelde leningen. Hierdoor hoeft er minder snel aanspraak te worden gemaakt op staatsteun en loopt de overheid dus minder risico. Dit betekent wel, zoals hiervoor beschreven, dat de financieringskosten dan zullen stijgen.

Ook de **risicogewogen kapitaaleis** wordt verhoogd, van 8% naar 11,5-16,5% (KPMG, 2012). Dit houdt in dat banken tegenover mkb-leningen een relatief hoog kapitaal moeten aanhouden.

Daarnaast worden er hogere eisen gesteld aan de liquiditeit. Banken moeten op grond van de **Liquidity Coverage Ratio** voldoende liquide middelen aanhouden om aan een stresssituatie van 30 dagen te voldoen (KPMG, 2012).

Op grond van de **Net Stable Funding Ratio** dienen banken voldoende langlopende financiering aan te houden voor de langlopende kredietverlening. Hierdoor kunnen ze dus niet langer de langlopende kredietverlening met voornamelijk kortlopende schulden financieren (KPMG, 2012).

De planning is dat de eisen in 2019 volledig ingevoerd zijn (KPMG, 2012).

In 2014 voert de Europese Centrale Bank (ECB) een **stresstest** uit bij de 124 grootste banken van Europa. Hierbij wordt de kwaliteit van de balansposten van deze banken doorgelicht. Dit is nodig voor de invoering van de Europese bankenunie, waarbij de ECB het toezicht op de Europese bankensector op zich neemt. Hiermee wil de ECB voorkomen dat ze als toezichthouder te maken krijgen met problemen die voor de overheveling van het toezicht al speelden (Europa-nu.nl, onbekend).

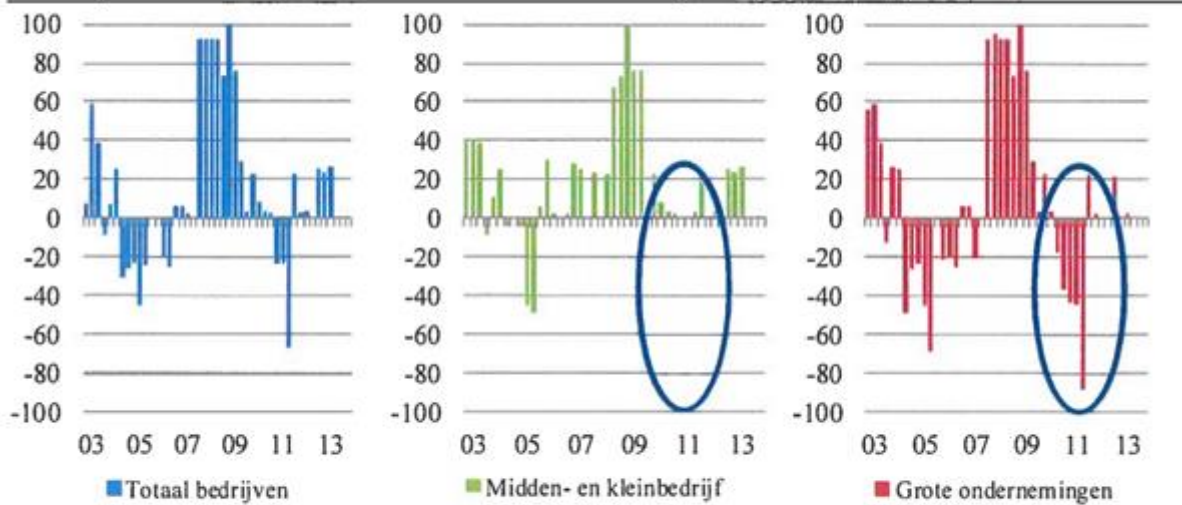
2.4 Aanbod kredietverlening

Door de hiervoor genoemde oorzaken is de bereidheid van banken om krediet te verstrekken sterk afgenomen. De acceptatiecriteria zijn de afgelopen jaren flink aangescherpt.

In eerste instantie was er geen verschil tussen de veranderingen in de acceptatiecriteria voor het mkb en het grootbedrijf. Maar waar de banken rond 2011 de aanscherpingen voor het grootbedrijf weer voor een groot deel teruggedraaide, deden ze dit voor het mkb niet (zie figuur 12).

Wijzigingen kredietvoorwaarden op bancaire bedrijfsleningen

Percentage van het bankwezen dat de kredietvoorwaarden heeft aangescherpt (+) of versoepeld (-)



Toelichting: de antwoorden van de individuele banken op de vraag of de kredietvoorwaarden zijn gewijzigd, zijn gewogen naar het aandeel van een bank in het totaal uitstaand zakelijk kredietvolume.

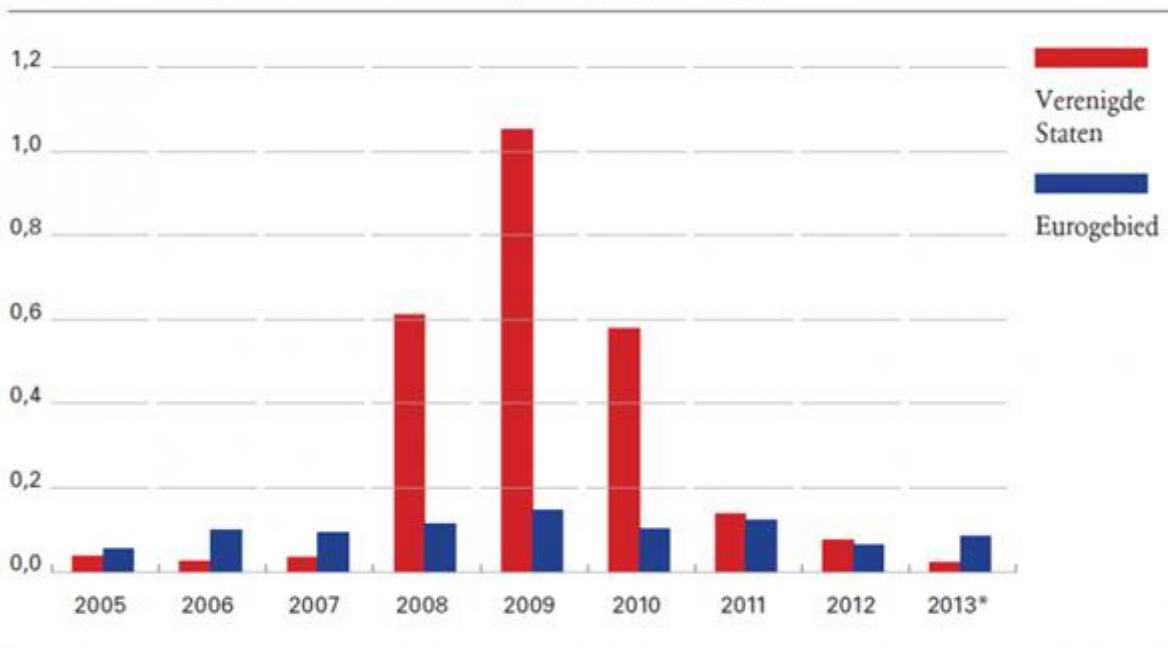
Bron: DNB; Bank Lending Survey.

Figuur 12 (DNB, 2013b)

De banken claimen minder ruimte te hebben voor kredietverlening, omdat ze door de regelgeving op het gebied van de leverage ratio gedwongen zijn hun balans te verkorten. Dit zou inderdaad het geval zijn als ze niet de mogelijkheid zouden hebben om hun eigen vermogen te vergroten. Als het percentage eigen vermogen op het balanstotaal verhoogd moet worden en het eigen vermogen zelf niet verhoogd kan worden, rest er inderdaad niets anders dan het verlagen van het balanstotaal. Het is echter onwaarschijnlijk dat banken niet de mogelijkheid zouden hebben om hun eigen vermogen te verhogen. Ze claimen dat ze door de huidige slechte marktomstandigheden geen toegang hebben tot de kapitaalmarkt. Maar dit wordt tegengesproken door de DNB (2013a). Dat stelt dat ook in moeilijke marktomstandigheden kapitaalemissies mogelijk zijn. Dit onderbouwt ze met de verwijzing naar de recordhoogtes van de uitgiftevolumes van Amerikaanse bankaandelen tussen 2008 en 2010 (zie figuur 13). Die vulden vrijwel hun gehele kapitaaltekort op met middelen van beleggers. Dit zou voor Europese banken ook mogelijk moeten zijn. Wel benadrukt Jacobs (2014) dat beleggers alleen bereid zijn in te stappen als de kwaliteit van de balans bekend is en de rotte bezittingen van de balans worden verwijderd. Hierover zou de screening door de ECB duidelijkheid kunnen geven.

Uitgiftevolumes gewone aandelen

In procenten van geconsolideerd balanstotaal, per jaar, 2005 t/m 2013.



*) Cijfer voor 2013 is t/m 24-09-2013.

Bron: Thomson One Banker, BIS, ECB Consolidated Banking Data.

Figuur 13 (DNB, 2013a)

Het is echter de vraag of banken dat extra kapitaal wel aan willen trekken om nieuwe kredieten te kunnen verstrekken. Door het wegvallen van de expliciete en impliciete overheidssubsidie zijn de financieringskosten flink verhoogd, waardoor kredietverlening minder winstgevend is, tenzij de rente ook flink wordt verhoogd.

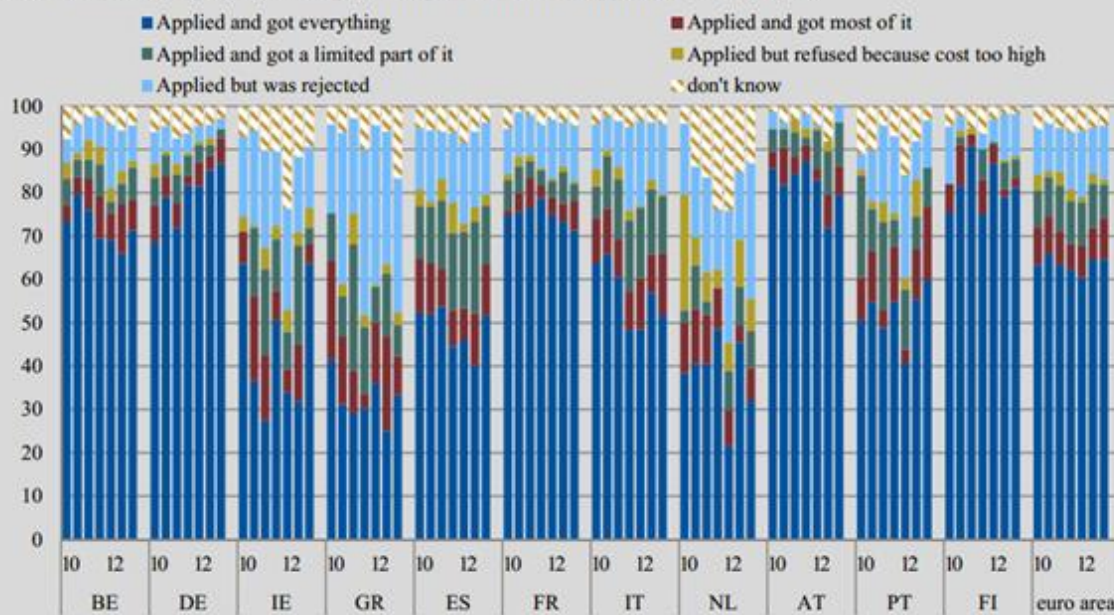
De risicogewogen kapitaaleis zorgt er daarnaast voor dat banken liever hun geld investeren in staatsobligaties dan in bedrijfsleningen. Hiervoor hoeven ze immers minder kapitaal aan te houden.

Daarnaast zijn ze door de Net Stable Funding Ratio regelgeving (zie paragraaf 2.3) minder in staat langlopende financiering te verstrekken.

Door de verminderde bereidheid tot kredietverlening, de verminderde mogelijkheden door de nieuwe regelgeving en de verhoogde risico's van mkb-bedrijven, zoals beschreven in paragraaf 2.2, is het percentage ingewilligde kredietaanvragen hard afgenomen. Waar in 2007 nog 90% van de aanvragen werd ingewilligd (zie paragraaf 1.2), daalde dit tot 32% in 2013 (zie figuur 14). Opvallend is dat zelfs in Griekenland dit met 33% hoger was en zelfs Ierland (64%) en Spanje (52%) op dit gebied ruim beter presteerden dan Nederland. In Duitsland en Finland was dit respectievelijk maar liefst 87% en 81%.

OUTCOME OF THE APPLICATION FOR BANK LOANS BY SMEs ACROSS EURO AREA COUNTRIES

(over the preceding six months; percentage of firms that applied for bank loans)



Firms that applied for a bank loan (new or renewal; excluding overdrafts and credit lines)
(over the preceding six months, in percentages)

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	NL	AT	PT	FI	euro area
April-September 2013	25	23	12	17	27	30	29	17	23	15	17	25

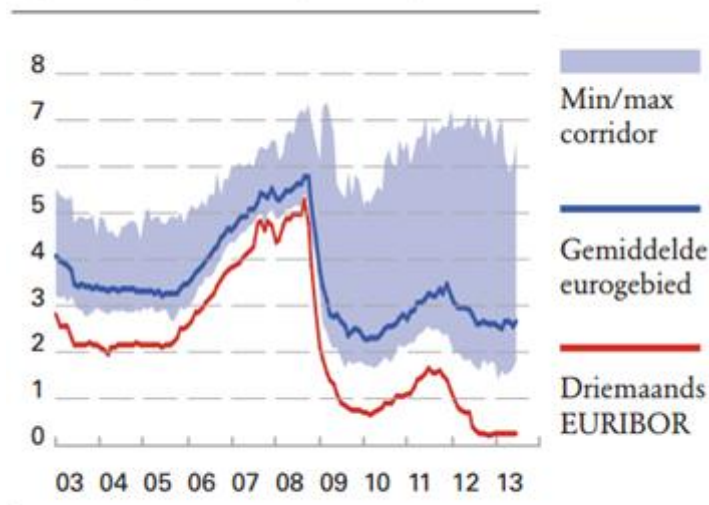
Figuur 14 (ECB, 2013)

Er zijn drie categorieën die in het bijzonder te maken hebben met financieringsproblemen. Dit zijn starters, grensgevallen (bedrijven die bij economische groei net wel financiering kregen, maar in de huidige situatie dit niet meer krijgen) en bedrijven in krimpende sectoren (Commissie Hoek, 2013).

Hoewel de absolute uitleenrentes voor bedrijfsleningen sinds de crisis relatief laag zijn, is de spread met de risicovrije rentevoet wel flink toegenomen, waaruit blijkt dat banken een hogere risico-opslag eisen (zie figuur 15). Bovendien is die renteopslag bij leningen onder €1 miljoen een stuk hoger dan bij grotere leningen (zie figuur 16), wat inhoudt dat het mkb hogere kredietkosten betaald. Deels valt dit echter te verklaren door de in verhouding hogere beheerkosten die gelden voor lagere leningen (zie paragraaf 1.2).

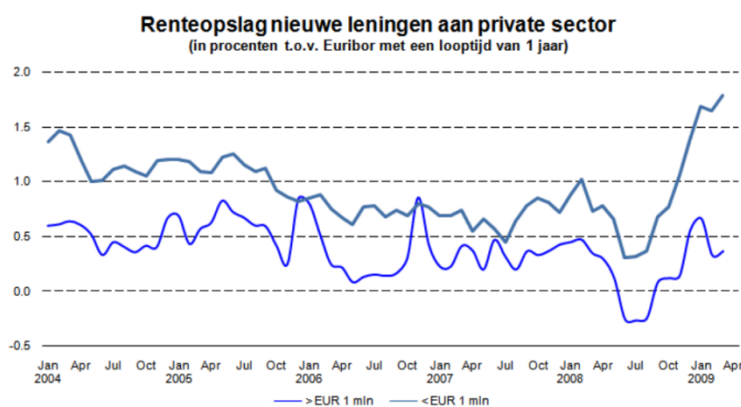
Uitleenrentes niet-financiële bedrijven in het eurogebied

In procenten, per maand, 01-2003 t/m 07-2013.



Beide grafieken betreffen nieuwe contracten met een looptijd tot één jaar.
Bron: ECB en Thomson Datastream.

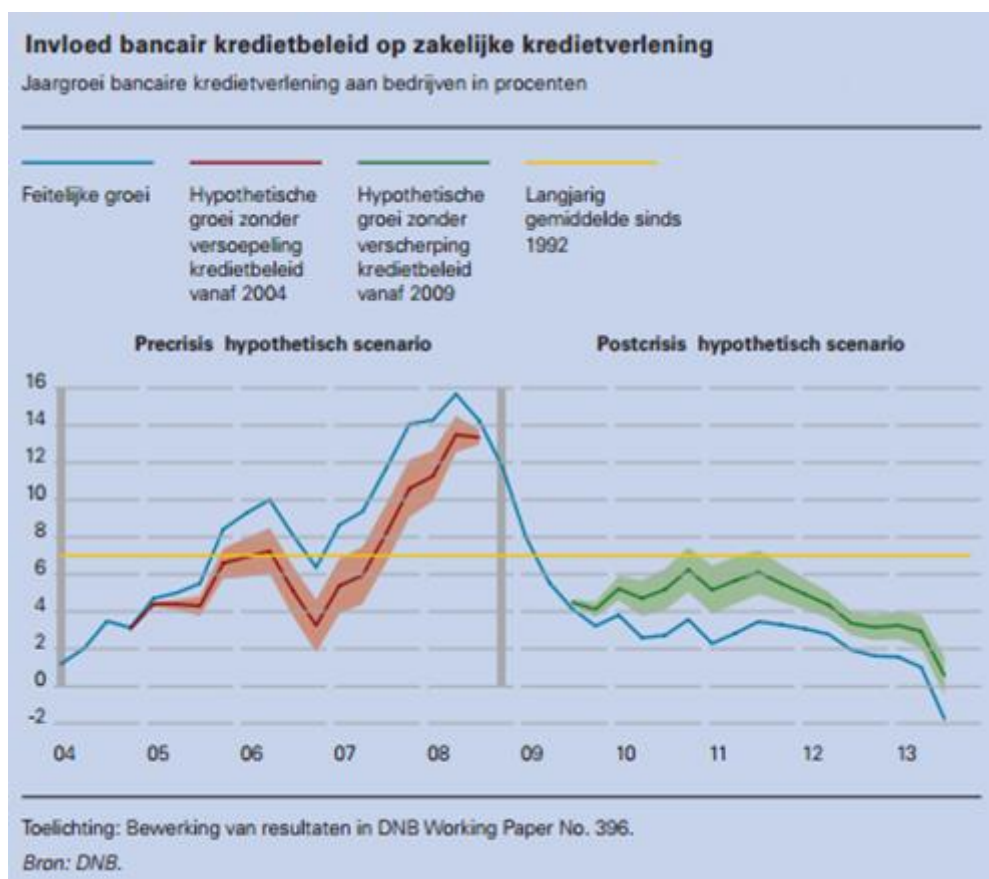
Figuur 15 (DNB, 2013a)



Bron: informatie verkregen van DNB, bewerkt door SEO Economisch Onderzoek

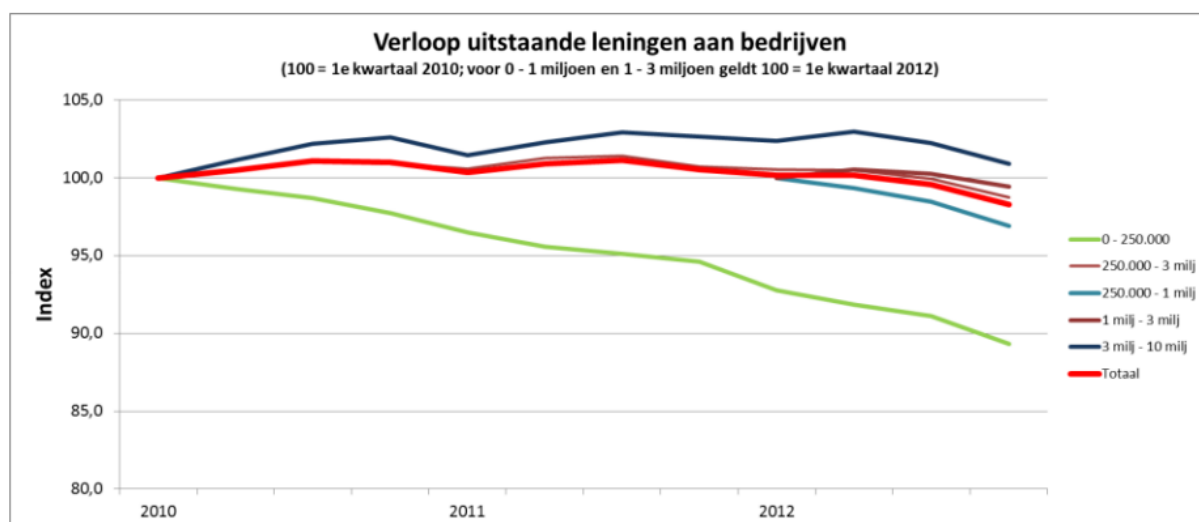
Figuur 16 (SEO, 2009)

Door de verscherping van het kredietbeleid is volgens het DNB (zie figuur 17) de jaarlijkse groei van de zakelijke kredietverlening sinds 2009 onderdrukt. Hierdoor viel de jaarlijkse groei naar verwachting enkele procentpunten lager uit.



Figuur 17 (DNB, 2014)

In totaal was er tot 2013 wel nog steeds sprake van groei. Maar dit gold niet voor alle delen van de kredietportefeuille. Zo was er in de totale portefeuille van zakelijk krediet tot €10 miljoen tussen 2010 en 2012 sprake van een lichte krimp, hoewel dit voor de leningen vanaf €3 miljoen niet op ging. Deze krimp werd dus veroorzaakt door de leningen onder de €3 miljoen. Met name de portefeuille met leningen onder de €250.000 daalde hard in omvang (zie figuur 18).



Figuur 18 (Stuurgroep Kredietverlening, 2013)

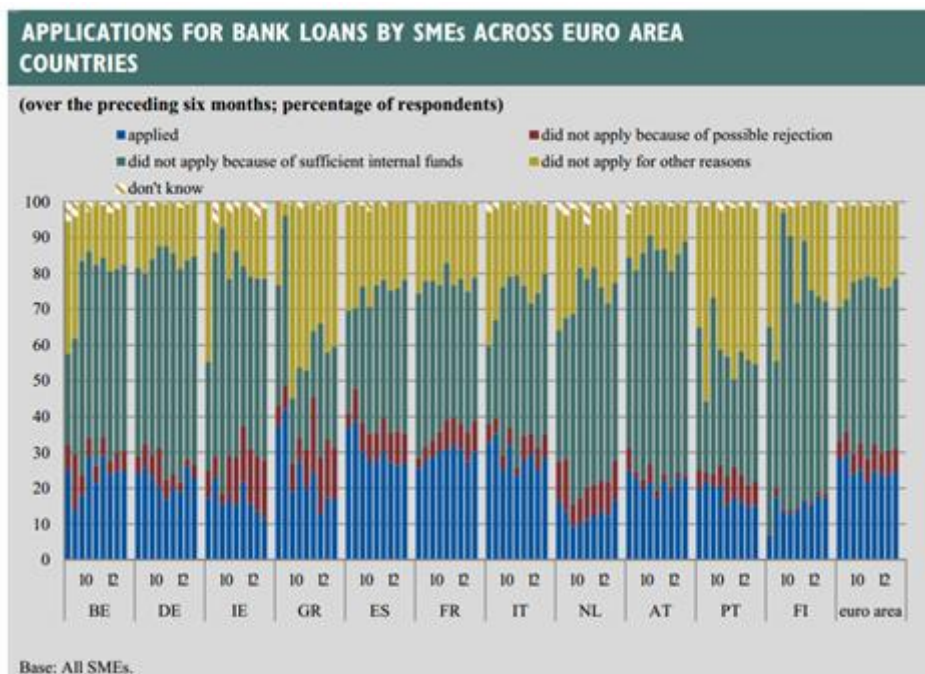
2.5 Vraag naar financiering

De daling van de kredietverlening aan het mkb is niet alleen afhankelijk van de bereidheid van banken. Ook de vraag naar financiering door mkb-bedrijven zelf is sterk gedaald. Sinds het vierde kwartaal van 2008 is er elk kwartaal sprake van een dalende vraag naar mkb-krediet (zie figuur 19). In 2013 deed slechts 17% van de mkb-bedrijven een kredietaanvraag bij de bank (zie figuur 20).

Dit komt doordat er door de laagconjunctuur minder noodzaak en bereidheid is tot investeren (SEO, 2009). Externe financiering is dus niet vaak nodig, en als er wel behoefte aan is worden de investeringsplannen vaak uitgesteld.



Figuur 19 (DNB, 2013c)



Figuur 20 (ECB, 2013)

Door de lage vraag heeft het verminderde aanbod van banken tot nu toe dus nog beperkte gevolgen, wat een geluk bij een ongeluk is. Inmiddels zijn de eerste tekenen van het herstel van het mkb zichtbaar (Financieel Dagblad, 2014d). De vraag is wat er gaat gebeuren als dit herstel de komende jaren doorzet. Het valt te betwijfelen of banken dan bereid en in staat zijn om aan de aantrekkende kredietvraag te voldoen en hiermee economische groei te faciliteren. Het is belangrijk dat er

initiatieven worden ontwikkeld waarmee voldoende financiering wordt aangetrokken om dit gat op te vullen.

2.6 Antwoord deelvraag 2

Deelvraag 2: wat is de huidige situatie van kredietverlening aan Nederlandse mkb-bedrijven en welke problemen spelen er?

Sinds het uitbreken van de kredietcrisis is er veel veranderd op het gebied van mkb-financiering. Banken kwamen in financiële problemen en moesten gered worden met overheidsgeld. Daarnaast zijn veel mkb-bedrijven door de economische tegenwind in financiële problemen gekomen. Het percentage problemleningen in de mkb-portefeuille steeg naar ruim 6% in 2013.

Door de problemen in de bancaire sector is de regelgeving flink aangescherpt. Hierdoor zijn banken gedwongen minder risico's te nemen en het eigen vermogen te verhogen. Het risico dat overheden opnieuw financieel moeten bijspringen wordt verkleind. Het risico komt grotendeels bij beleggers te liggen, waardoor de financieringskosten van banken stijgen. Door deze hogere financieringskosten zullen de rentepercentages waartegen banken krediet verstrekken stijgen.

Banken hebben hun acceptatiecriteria voor kredietaanvragen flink verscherpt, met name voor het mkb. In 2013 werd slechts 32% van de kredietaanvragen ingewilligd. De omvang van de mkb-kredietportefeuille van Nederlandse banken begint geleidelijk af te nemen.

Door de laagconjunctuur is er vanuit het mkb ook minder vraag naar financiering, waardoor het probleem momenteel nog beperkt is. Bij een aantrekkende economie zal het probleem echter des te beter zichtbaar zijn en zal er veel behoefte zijn aan nieuwe financieringsmogelijkheden.

3 Initiatieven uit de praktijk en de overheid om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren

De verminderde bereidheid van banken om krediet te verlenen aan het midden- en kleinbedrijf heeft al meerdere initiatieven tot gevolg gehad. Deze initiatieven zijn bedoeld om de financieringsmarkt voor het mkb te verbeteren. Deze komen uit drie verschillende hoeken. Ten eerste ontstaan er nieuwe alternatieven uit de praktijk. Ten tweede is ook de overheid bezig met stimuleringsmaatregelen en het zoeken naar oplossingen. Ten derde hebben banken initiatieven genomen om de financieringsmarkt vlot te trekken. Deze punten zullen in dit hoofdstuk nader toegelicht worden. Ten slotte worden de omvang en doelgroep van deze initiatieven belicht. Hiermee wordt antwoord gegeven op de derde deelvraag.

Deelvraag 3: op welke manier wordt in Nederland door de overheid en initiatieven uit de praktijk gewerkt aan oplossingen om de financieringsmogelijkheden voor mkb-bedrijven in Nederland te verbeteren?

3.1 Alternatieve financieringsvormen uit de praktijk

Crowdfunding

Een veel besproken financieringsvorm is crowdfunding. Crowdfunding houdt in dat via een online platform een investeringsplan wordt gepresenteerd aan potentiële investeerders. Het geld wordt hierbij verzameld onder een groot aantal particulieren die een bedrag naar eigen keuze investeren. Dit kan zowel eigen als vreemd vermogen zijn. Alle investeerders leggen betrekkelijk lage bedragen in en zorgen voor een “social due diligence”, op basis waarvan andere financiers vaak bereid zijn het resterende bedrag te financieren (Panteia, 2013).

Kredietunies

Kredietunies zijn in Nederland een nieuw fenomeen, maar zoals in paragraaf 1.4 beschreven bestaan deze in andere landen al langer. Een kredietunie is een coöperatie van ondernemers binnen een branche of regio. Hierbij leggen vermogende (ex-)ondernemers geld in, wat vervolgens wordt uitgeleend aan mkb-bedrijven met een financieringsbehoefte. Daarbij fungeren de uitlenende (ex-)ondernemers ook als coach voor de kredietnemende ondernemers. Dit bevordert de onderlinge solidariteit en de succeskans van de lenende bedrijven (Kredietunie Nederland, onbekend). Dit betreft dus financiering voor en door ondernemers. Bij de leden is doorgaans ook de benodigde expertise aanwezig om kredietaanvragen te kunnen beoordelen op de succeskans en risico's (Panteia, 2013).

Mkb-beurs

Euronext heeft een pan-Europees initiatief ontwikkeld om mkb-bedrijven makkelijker toegang te geven tot de openbare kapitaalmarkt. Dit initiatief heet EnterNext en verbetert de toegang van middelgrote bedrijven tot het platform van Euronext (NYSE Euronext, onbekend). Een ander platform hiervoor is NPEX (Nederlandse ParticipatieExchange). Op dit platform kunnen niet-genoteerde effecten verhandeld worden. Dit kunnen zowel aandelen, obligaties als fondsparticipaties zijn (Panteia, 2013).

Achtergestelde leningen

Er zijn in Nederland meerdere initiatieven opgestart die tot doel hebben om achtergestelde leningen te verstrekken aan het mkb. De schuldeiser van een achtergestelde lening krijgt in geval van faillissement zijn geld pas terug nadat de andere schuldeisers hun deel hebben ontvangen. Dit maakt het risicovoller, waardoor hiervoor hogere rentepercentages gevraagd worden. Voor een bank wordt het risico hierdoor kleiner, waardoor ze eerder bereid zijn het resterende deel te financieren. Fondsen die deze leningen verstrekken worden ook wel mezzanine fondsen genoemd. Enkele initiatieven zijn het Nederlands

MKB Fonds, het Delta Lloyd Mezzanine Fonds en het Capital Credit Fund van NEOS Business Finance (Panteia, 2013).

Factoring en leasing

Ook factoring en leasing zijn financieringsvormen die voor de crisis al bestonden, maar de laatste jaren wel populairder zijn geworden. Hierbij worden respectievelijk debiteurenportefeuilles en vaste activa gefinancierd door een externe gespecialiseerde maatschappij. Dit zorgt voor balansverkortings, waardoor er meer financiële ruimte is om te investeren (Panteia, 2013).

Matchmaking

Matchmakers brengen ondernemers met een financieringsbehoefte en investeerders met elkaar in contact. Het gaat hierbij om eigen vermogen. Er zijn op dit gebied meerdere organisaties actief. Naast kapitaal bieden deze matchmakers ook andere diensten aan, zoals netwerkbijeenkomsten en voorlichtingen (Panteia, 2013).

Participatiemaatschappijen

Ook voor de kredietcrisis bestonden er al participatiemaatschappijen, zoals behandeld in paragraaf 1.3. Maar sinds de kredietcrisis is de interesse voor deze maatschappijen toegenomen. Deze maatschappijen leveren eigen vermogen en worden dus mede-eigenaar van het bedrijf. Dit kan zowel in de start- of groeifase zijn, als in de volwassenheidsfase. Dit wordt respectievelijk venture capital en private equity genoemd. De funding voor deze maatschappijen wordt door verschillende partijen geleverd, zoals vermogende particulieren, family offices, ‘funds in funds’, pensioenfondsen, verzekeraars en banken. Vermogende particuliere investeerders, veelal ex-ondernemers, investeren ook vaak individueel in een bedrijf. Dan worden deze informal investors of business angels genoemd. Participatiemaatschappijen investeren vooral in mkb-bedrijven (Rabobank, 2014).

MKB Obligatiefonds

In maart 2012 is de eerste emissie van het MKB Fonds van start gegaan. Dit fonds participeert in stabiele en winstgevendende mkb-bedrijven. Dit komt dus feitelijk neer op een participatiemaatschappij. Maar het bijzondere aan dit fonds is dat het gefinancierd wordt door middel van obligaties. Deze worden MKB Obligaties genoemd. Hierdoor zou de verwarring kunnen ontstaan dat het fonds mkb-bedrijven financiert met vreemd vermogen. Dit kan tot gevolg hebben dat beleggers het risico onderschatten, aangezien indirect alsnog eigen vermogen beschikbaar wordt gesteld.

“Vaste rente & 100% aflossing

Alle MKB Obligaties keren per kwartaal een vaste rente uit en lopen af op 100% van de nominale waarde (inleg). Bij de voorgaande uitgifte varieert de vaste rente tussen de 7% en 8% op jaarbasis, afhankelijk van de inleg. Hierdoor zijn de obligatiehouders verzekerd van een stabiele cashflow en duidelijkheid omtrent de datum van aflossing.

Solide onderpand

Elke uitgifte van MKB Obligaties gaat gepaard met een goed gespreide portefeuille en een solide onderpand van degelijke Nederlandse MKB-bedrijven. Deze bedrijven hebben, in tegenstelling tot beursgenoteerde bedrijven, niet of nauwelijks last van beurs sentiment en zijn aantrekkelijker gewaardeerd. Bij elke uitgifte dient het totale fondsvermogen als onderpand bij aflossing van de MKB Obligaties. Dit maakt de MKB Obligaties een zekere belegging.”

(MKB Fonds, onbekend).

3.2 Beleidsontwikkeling en initiatieven vanuit de overheid

De overheid heeft al meerdere onderzoeken uit laten voeren naar de mogelijkheden om de financieringsmogelijkheden voor het midden- en kleinbedrijf te verbeteren. Enkele voorbeelden hiervan zijn de onderzoeken van commissie De Swaan (“Naar een gezonde basis: bedrijfsfinanciering na de crisis”, 2011), stuurgroep kredietverlening (“Kredietverlening aan het mkb”, 2013), commissie Hoek (“Verkenning mkb-financiering”, 2013) en de periodieke financieringsmonitors van Panteia.

Naast onderzoeken hebben ze ook zelf nieuwe initiatieven ontwikkeld om de financieringsmogelijkheden voor het mkb te verbeteren en proberen ze nieuwe initiatieven te stimuleren, door bijvoorbeeld subsidies of versoepelde regelgeving.

Qredits

Qredits is een organisatie die microfinanciering verschaft aan het kleinbedrijf. Het is een organisatie zonder winstoogmerk. Naast het verstrekken van krediet wordt ook persoonlijke coaching geboden. Deze wordt verzorgd door een netwerk van vrijwilligers. Het fonds wordt onder andere gefinancierd door leningen en subsidies van de overheid (Rabobank, 2014).

Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)

In verschillende regio's zijn Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) opgericht. Deze worden gesubsidieerd door de overheid. Deze maatschappijen zijn gericht op innovatieve starters en snelle groeiers (Ondernemerskredietdesk, 2013).

Nederlandse Investeringsinstelling (NII)

De overheid is in gesprek gegaan met institutionele beleggers, om hun mogelijke rol in de financiering van de Nederlandse economie te bespreken. Naar aanleiding van deze gesprekken maakte de overheid bekend een investeringsinstelling te gaan opzetten.

Deze instelling moet Nederlandse investeringsprojecten geschikt maken voor institutionele beleggers. Hierbij gaat het om de vormgeving en bundeling, zodat het interessante beleggingen worden. Deze instelling wordt geleid door Jan van Rutte, oud-CFO van ABN AMRO (Rijksoverheid, 2013).

De investeringsprojecten van de NII kunnen zowel liggen op het gebied van bedrijfsfinanciering, als van woningbouw, infrastructuur en zorg. Op 17 november 2013 is een intentieverklaring getekend waarin diverse pensioenfondsen en –uitvoerders en verzekeraars zich bereid verklaarden in de Nederlandse economie te investeren. Op 22 mei 2014 is er een rapport gepubliceerd over de inrichting en realisatie van deze instelling. Hierin werd een propositie voor een fonds voor achtergestelde mkb-leningen gepresenteerd (NII, 2014).

Borgstelling mkb-krediet (BMKB)

Ook is het voor kredietverstrekkers mogelijk om leningen te verstrekken aan mkb-bedrijven, waarbij de overheid borg staat. Hiervan kan gebruik gemaakt worden als een bedrijf een lening wil afsluiten, maar aan de bank te weinig zekerheid kan bieden. Tot een maximum van €266.667 staat de overheid garant voor 67,5%. Daarboven is dit 45% (RVO, onbekend). De verstrekker betaalt een eenmalige provisie van 2-3,6%, afhankelijk van de looptijd en de garantie. Het bestedingsdoel is vrij, er mag alleen niet mee belegd worden (MKB Servicedesk, 2012).

3.3 Houding en initiatieven van banken

Ook de drie Nederlandse grootbanken, ABN AMRO, ING en Rabobank, geven aandacht aan de nieuwe ontwikkelingen in de financieringsmarkt. Alle drie hebben ze rapporten gepubliceerd waarin ze de mogelijkheden belichten die alternatieve financieringsvormen voor hun klanten kunnen bieden. Zo heeft ABN AMRO de site verdermetfinancieren.abnamro.nl gepubliceerd, ING het rapport “Beperkt gebruik alternatieve financieringsvormen” en Rabobank het rapport “Financiering voor het mkb: opties in kaart”. Ze erkennen dat deze financieringsvormen een goede oplossing kunnen zijn voor hun klanten waar aan ze geen krediet kunnen verlenen.

Gerrit Zalm, CEO van ABN AMRO, heeft op 14 november 2013, bij de uitreiking van de Sijthoff prijs, een speech gegeven met de titel: “Naar een wereld zonder banken?”. Hierin geeft hij aan dat de mogelijkheden van banken om het mkb te financieren zijn afgenomen, maar dat alternatieve financieringsbronnen naar zijn mening nauwelijks een rol spelen. Crowdfunding noemt hij “een populair gespreksonderwerp, maar kwantitatief verwaarloosbaar”. Hij benadrukt dat je niet zomaar kredietverlener bent en dat bepaalde alternatieve vormen de schaalgrootte missen die nodig is om levensvatbaar te zijn. Hij zegt dat er alleen “mogelijkheden zijn voor initiatieven die gebruik maken van de infrastructuur en expertise van een bank”.

Vincent Goedegebuure (2014), Global Head Debt Solutions van ABN AMRO, benadrukt dat het speelveld voor banken gaat veranderen en dat ze zich deels moeten herpositioneren. Banken moeten “minder afhankelijk worden van de balans bij het bedienen van klanten”, en kunnen dit doen “door de ontwikkeling van fondsen waarin grote beleggers rechtstreeks kunnen investeren in kredietportefeuilles”.

Daphne de Kluis, Hoofd Debt Solutions ABN AMRO, en Udo van der Linden (2013), Senior Originator Debt Capital Markets ABN AMRO, zeiden in een interview het volgende: *“De Kluis benadrukt dat ABN AMRO op dit moment geen problemen heeft met kapitaal en liquiditeit. “Maar we willen wel kijken hoe we de langetermijnfinanciering voor onze klanten kunnen handhaven. We hebben veel contacten met andere investeerders, zoals pensioenfondsen, verzekeraars, particuliere beleggers, en die willen we meer betrekken bij de kredietverlening van de bank. Investeerders willen deelnemen in de kredietverlening aan de klanten. Deze vorm van kredietverlening bestaat al langer in Amerika. Wat wij onder disintermediatie verstaan: de klant bedienen met minder afhankelijkheid van de bankbalans. Dat doe je door als bank je relaties met investeerders in te zetten voor klanten.” Van der Linden vult aan: “De leencapaciteit zal in de toekomst niet meer zo zijn als in het verleden en dat geldt voor alle banken. In de nieuwe rol kunnen we onze kennis, kunde en klantencontacten op dezelfde manier blijven inzetten, als we gebruikmaken van de contacten met andere investeerders.””*

NL Ondernemingsfonds

De drie grootbanken hebben dan ook gezamenlijk het NL Ondernemingsfonds opgericht. In dit fonds worden leningen geplaatst die door de bank worden verstrekt. Het fonds wordt gefinancierd door institutionele beleggers en beheerd door Robeco, dat de leningen zelfstandig analyseert. De financiering wordt voor de helft verstrekt door de bank zelf, zodat het kredietrisico gedeeld wordt. De huisbank blijft dus ook functioneren als het loket van de ondernemer. Het fonds is opgericht in samenwerking met pensioenuitvoerders MN en Syntrus Achmea. Ook Euronext is bij het plan betrokken, maar speelt alleen een bemiddelende rol (Financieel Dagblad, 2014a).

3.4 Doelgroep en omvang van initiatieven

In de voorgaande drie paragrafen is een overzicht gegeven van de verschillende alternatieve financieringsvormen. In deze paragraaf wordt een overzicht gegeven van de doelgroep per financieringsvorm en de omvang die al is bereikt, of waarvan op korte termijn verwacht wordt dat deze bereikt zal worden.

Doelgroep

Er is een groot verschil tussen de doelgroepen van de verschillende initiatieven. Bij de financieringsvormen voor eigen vermogen is er voor elk bedrag wel een financieringsvorm beschikbaar. Zo zijn participatiemaatschappijen vanaf €250.000 bereid te investeren (Rabobank, 2014). Ook via NPEX kunnen vanaf €250.000 aandelen verkocht worden (Panteia, 2013). Via crowdfunding is eigen vermogen op te halen tot €250.000 (Panteia, 2013), via ROM's kunnen starters en snelle groeiers worden gefinancierd (Ondernemerskredietdesk, 2013) en matchmaking is mogelijk van €50- €500.000 (Panteia, 2013). Het MKB Obligatiefonds heeft geen specifieke afbakening, maar het bedrag ligt gemiddeld op €500-€600.000 (Panteia, 2013).

De financieringsvormen voor vreemd vermogen zijn met name gericht op twee segmenten. Zo zijn er meerdere initiatieven die zich richten op relatief lage bedragen en andere die alleen voor grotere bedragen bestemd zijn. Zo zijn crowdfunding en kredietunies gericht op bedragen tot €250.000 (Panteia, 2013) en is Qredits gericht op bedragen tot €150.000 (Qredits, onbekend).

Aan de andere kant is het Delta Lloyd Mezzanine Fonds gericht op bedragen vanaf €5 miljoen (Panteia, 2013) en het NL Ondernemingsfonds vanaf €10 miljoen (Financieel Dagblad, 2014a). Daarnaast is het BMKB gericht op bedragen tot €1,5 miljoen (MKB Servicedesk, 2012), de mkb-beurs NPEX op obligaties vanaf €500.000 (Panteia, 2013), het Capital Credit Fund op bedragen van €250.000 - €4 miljoen (Panteia, 2013), het Nederlands MKB fonds op bedragen van €100.000 tot €1

miljoen (Panteia, 2013) en is factoring en leasing voor elk bedrag mogelijk. Het NII heeft nog geen concrete plannen uitgewerkt, maar in eerste instantie zal wel worden gekeken naar achtergesteld vreemd vermogen dat voor het hele mkb toegankelijk is (NII, 2014).

Omvang

Daarnaast is het per initiatief ook sterk verschillend welke omvang er al is gerealiseerd. Zo hebben participatiemaatschappijen (inclusief in het grootbedrijf) €20 miljard geïnvesteerd, waarvan in 2012 91% is geïnvesteerd in deals tot €5 miljoen (Rabobank, 2014). Ook factoring en leasing heeft al een behoorlijke omvang: respectievelijk €3,2 miljard en €25 miljard (Rabobank, 2014). Verder had het BMKB in 2012 een omvang van €286 miljoen (Ondernemerskredietdesk, 2012), hebben ROM's een omvang van €265 miljoen (Ondernemerskredietdesk, 2013), staat er op de mkb-beurs NPEX ruim €230 miljoen uit (NPEX, onbekend), heeft Qredits €62,5 miljoen uitstaan (Panteia, 2013) en zit het Delta Lloyd Mezzanine Fonds over de €50 miljoen en hebben ze als doel de €100 miljoen te behalen (De Jong, 2013). Via crowdfunding is in 2013 €27,8 miljoen gefinancierd en wordt verwacht dat dit gaat groeien naar €85 miljoen in 2014 en €255 miljoen in 2015 (Rabobank, 2014). Het MKB Obligatiefonds heeft €20 miljoen opgehaald (Financieel Management, 2013) en ook kredietunies hebben de eerste leningen uitstaan. Verwacht wordt dat deze de komende tijd groeien naar een omvang van enkele tot tientallen miljoenen euro's (Panteia, 2013).

Het Capital Credit Fund heeft nog geen leningen uit kunnen geven, maar heeft als doel om €400 miljoen op te halen (Financieele Dagblad, 2013). Ook via het Nederlands MKB Fonds is nog geen lening uitgegeven. Het NL Ondernemingsfonds heeft als doel €1 miljard op te halen en beschikt ook al wel over soft commitments van een aantal partijen, maar heeft ook nog geen leningen kunnen uitgeven (Financieele Dagblad, 2014a). Ook het NII is nog niet gerealiseerd en heeft dus nog niet tot financieringen geleid. Wat de precieze omvang van matchmaking is, is niet bekend.

	Type	Doelgroep	Omvang
Crowdfunding	EV + VV	< €250.000	2011: €0,7 miljoen, 2012: €4,1 miljoen, 2013: €27,8 miljoen, 2014: €85 miljoen (verwacht), 2015: €255 miljoen (verwacht)
Kredietunies	VV	< €250.000	Onbekend, op korte termijn enkele tot tientallen miljoenen (verwacht)
Mkb-beurs	EV + VV	> €250.000 aandelen / > €500.000 obligaties	Ruim €230 miljoen
Achtergestelde leningen	VV	Delta Lloyd > €5 miljoen, Capital Credit Fund €250.000 - €4 miljoen, Holland MKB Fonds €100.000 - €1 miljoen	Delta Lloyd >€50 miljoen, doel €100 miljoen, Capital Credit Fund geen, doel €400 miljoen, Holland MKB Fonds geen
Factoring en leasing	Off balance	Elk bedrag	Factoring: €3,2 miljard, leasing: €25 miljard (incl. grootbedrijf)
Matchmaking	EV	€50.000 - €500.000	Onbekend
Participatiemaatsch.	EV	> €250.000	€20 miljard (incl. grootbedrijf)
MKB Obligatiefonds	EV	Gemiddeld €500-600.000	€20 miljoen
Qredits	VV	< €150.000	€62,5 miljoen
ROM's	EV	Starters & groeiers	€265 miljoen
NII	Onbekend	Onbekend	Geen
BMKB	VV	< €1,5 miljoen	€286 miljoen
NL Ondernemingsfonds	VV	> €10 miljoen	Nog geen, doel €1 miljard

Figuur 21: overzicht alternatieve financieringsvormen

3.5 Antwoord deelvraag 3

Deelvraag 3: op welke manier wordt in Nederland door de overheid en initiatieven uit de praktijk gewerkt aan oplossingen om de financieringsmogelijkheden voor mkb-bedrijven in Nederland te verbeteren?

Om het verminderde aanbod van banken op het gebied van mkb-financiering, zoals beschreven in hoofdstuk 2, en het financieringstekort dat dit tot gevolg heeft op te vangen, zijn er diverse initiatieven genomen om nieuwe financieringsmogelijkheden te creëren. Dit zijn zowel initiatieven uit de praktijk als vanuit de overheid. Ook banken denken mee en ontwikkelen initiatieven om de financieringsmogelijkheden voor mkb-bedrijven te verbeteren.

De doelgroepen waar de initiatieven op gericht zijn, zijn erg divers, met name bij vreemd vermogenfinanciering. De meeste initiatieven richten zich op enerzijds relatief kleine (financieringsbehoefte onder de €250.000), en op anderzijds relatief grote (vanaf €10 miljoen) mkb-bedrijven.

De omvang van veel initiatieven is nog beperkt, afgezet tegen de €170 miljard die banken uit hebben staan. Veel initiatieven bevinden zich nog in de opstartfase en zijn nog niet van de grond gekomen.

4 Noodzakelijke additionele maatregelen

In dit hoofdstuk wordt gekeken naar de additionele maatregelen niet nog noodzakelijk zijn om de mkb-financieringsmarkt daadwerkelijk vlot te trekken. Hiervoor worden eerst de beperkingen van de huidige alternatieve financieringsvormen in kaart gebracht. Vervolgens wordt de wenselijke situatie voor de verschillende belanghebbenden in kaart gebracht. Ten slotte worden er mogelijke maatregelen aangedragen. Hiermee wordt antwoord gegeven op de vierde deelvraag.

Deelvraag 4: welke additionele maatregelen zijn noodzakelijk om de financieringsmogelijkheden voor mkb-bedrijven in Nederland te verbeteren?

4.1 Beperkingen van huidige alternatieve financieringsvormen

Zoals beschreven is er dus al heel veel gebeurd om de financieringsmogelijkheden voor het mkb te verbeteren. Maar het is de vraag of deze initiatieven voldoende omvang kunnen krijgen om het hele financieringsgat op te vullen, en of er voor elk type bedrijf een geschikte financieringsvorm is.

De doelgroep van de verschillende alternatieven zijn heel divers, zoals beschreven in paragraaf 3.4. Zeker op het gebied van vreemd vermogen is er een splitsing tussen initiatieven tot zo'n €250.000 (zoals crowdfunding, kredietunies en Qredits) en het NL Ondernemingsfonds vanaf €10 miljoen. Voor deze bovenste groep van het mkb zijn er daarnaast ook meerdere oplossingen mogelijk, zoals directe financiering door grote beleggers of beursgenoteerde obligaties. Voor het gat tussen €250.000 en €10 miljoen zijn de initiatieven schaarser, niet voor iedere ondernemer geschikt en bovendien komen deze initiatieven nog moeilijk van de grond (zie figuur 22).

Vreemd vermogenfinanciering		
<€250.000	€250.000-€10 miljoen	>€10 miljoen
Kredietunies, crowdfunding, Qredits, enz.	?	NL Ondernemingsfonds, MKB-beurs, onderhandse leningen, enz.

Figuur 22

Zoals in paragraaf 1.1 beschreven hebben banken naar verluid zo'n €170 miljard aan mkb-krediet uitstaan (met als definitie: krediet tot €10 miljoen). Als dit bedrag vergeleken wordt met de omvang van alternatieve financieringsvormen, zoals beschreven in paragraaf 3.4, zijn de alternatieven bij lange na nog niet in staat een voldoende groot deel over te nemen. Uiteraard zitten de meeste van deze financieringsvormen nog in de opstartfase, waardoor de omvang nog exponentieel kan toe nemen. Zodra financieringsvormen zich hebben bewezen, zullen ook meer investeerders bereid zijn om in te stappen. Maar ook na de opstartfase is het de vraag hoe groot ze kunnen worden.

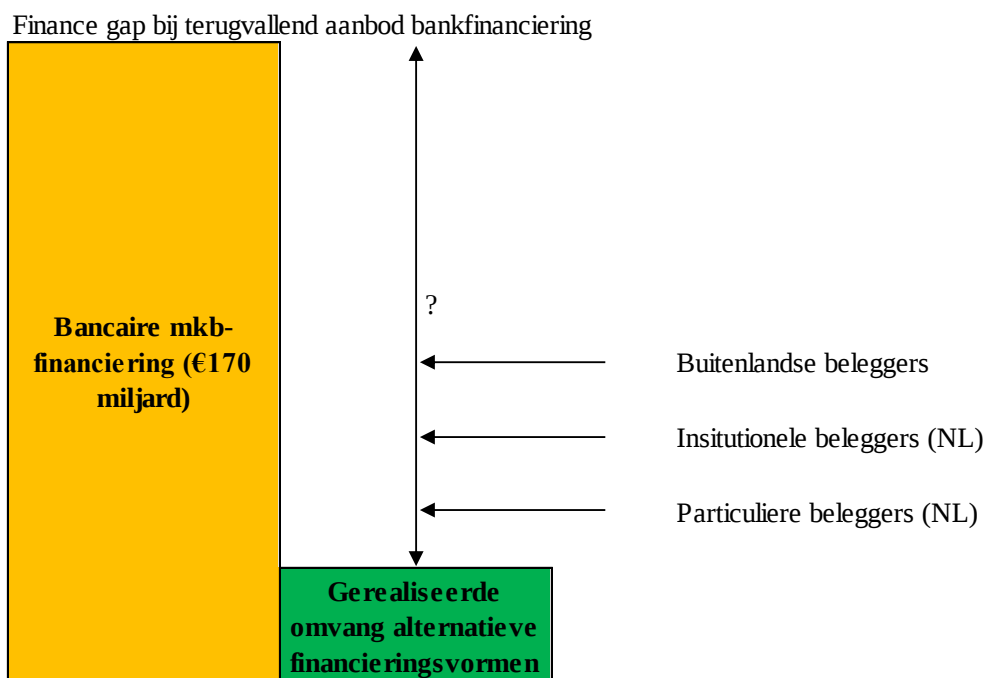
Nederlanders hebben volgens de meest recente cijfers van het DNB (onbekend b) €377 miljard op spaarrekeningen staan. Het is onwaarschijnlijk dat Nederlanders massaal bereid zijn hun veilige en direct opvraagbare spaargeld in mkb-bedrijven te stoppen. Daarnaast hebben particulieren volgens het DNB (onbekend b) €98 miljard in effecten belegd. Hiervan is het meer waarschijnlijk dat er een deel wordt geïnvesteerd in initiatieven voor het mkb, omdat deze beleggers bereid zijn om risico's te lopen. Maar aangezien beleggers normaal gesproken proberen hun geld goed te spreiden over verschillende asset classes (investeringscategorieën) en regio's, zal hier maar een deel van in mkb-initiatieven worden geïnvesteerd. Bovendien is het de vraag hoeveel beleggers bereid zijn te investeren in fondsen waar ze niet direct uit kunnen stappen en waar geen actuele marktprijs beschikbaar is, zoals bij effecten. Particulieren kunnen dus naar verwachting maar een beperkt deel van de mkb-financiering overnemen.

Van kredietunies is echter in andere landen al wel bewezen dat ze een grote omvang kunnen krijgen. Zo hebben kredietunies in de Verenigde Staten, zoals in paragraaf 1.4 beschreven, een omvang van €800 miljard dollar. Dit komt neer op 4,92% van het bbp van 2012 (World Bank, onbekend). Als in Nederland zo'n zelfde verhouding zou worden gerealiseerd zou het gaan om bijna €27 miljard. Hiermee zou dus zo'n 16% van de mkb-financiering van banken kunnen worden overgenomen. Om zo hard te kunnen groeien is het echter wel een voorwaarde dat de tegoeden bij kredietunies ook onder het depositogarantiestelsel komen te vallen, zoals in andere landen het geval is, en dat de risicobeoordeling/beoordeling professioneel verloopt (Rabobank, 2014). Hierdoor kan dus ook geld opgehaald worden bij particulieren die niet bereid zijn risico te lopen, en hun geld op een spaarrekening hebben staan. Maar het komt er wel op neer dat kredietunies veel op normale banken gaan lijken, weliswaar met een lokaal karakter, een specialisatie op kredietverlening en alleen voor het mkb. Ook deze kredietunies kunnen dan met de regelgeving van banken te maken krijgen.

Daarnaast hebben Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars, ook wel institutionele beleggers genoemd, respectievelijk €1.002 miljard en €260 miljard aan vermogen beschikbaar (NII, 2014). Deze markt is dus zo'n 14 keer zo groot als die van Nederlandse particuliere beleggers. Dit geld wordt belegd. Met het NL Ondernemingsfonds en NII zijn er initiatieven gaande om een deel van dit pensioengeld in te zetten voor mkb-financiering. Aangezien deze fondsen grote bedragen weg te zetten hebben en dus alleen met substantiële bedragen instappen, valt hier al snel een hoog bedrag mee op te halen. Zo kunnen er snel grote slagen gemaakt worden om het financieringstekort te verminderen. Momenteel beleggen pensioenfondsen en verzekeraars respectievelijk 14% en 60% in Nederland (NII, 2014). Dit komt neer op zo'n €296 miljard, 23,5% van hun gezamenlijke vermogen. Er is onder pensioenfondsen zeker bereidheid om het percentage binnenlandse beleggingen te verhogen, zoals ook blijkt uit de medewerking van dertien grote institutionele beleggers bij de oprichting van de NII (Rijksoverheid, 2014).

Of het verminderde aanbod van banken in de toekomst volledig kan worden geabsorbeerd door Nederlandse institutionele beleggers is de vraag. Dit is afhankelijk van meerdere zaken, zoals in hoeverre banken hun aanbod verminderen en het maximale percentage dat Nederlandse institutionele beleggers beschikbaar willen stellen. Het aanbod van banken is afhankelijk van nieuwe wetgeving, waarbij de verhoging van het leverage ratio (wat, zoals in paragraaf 2.3 beschreven, bepleit wordt door economen) bij de huidige fiscale regelgeving het aanbod van banken zal verlagen. Het aanbod van Nederlandse institutionele beleggers wordt beperkt door de mate waarin zij hun regionale risicospreiding willen opgeven om de Nederlandse economie te stimuleren.

Op de korte en middellange termijn zullen Nederlandse institutionele beleggers naar verwachting in staat zijn de terugval van het aanbod van banken te absorberen. Als institutionele beleggers bereid zijn vijf procent van hun vermogen in het Nederlandse mkb te investeren, zou dit momenteel €63 miljard bedragen. Vijf procent zou echter de regionale spreiding sterk verminderen, omdat het bovenop de al bestaande allocatie naar Nederland komt, en het NII de Nederlandse institutionele beleggers naast mkb-financiering ook probeert te verleiden voor investeringen in Nederlandse infrastructuur, onderwijs, zorg, woningbouw en duurzame energie (Rijksoverheid, 2014). Maar zelfs als de Nederlandse institutionele beleggers bereid zouden zijn om deze €63 miljard daadwerkelijk beschikbaar te stellen, zou dit alsnog niet voldoende zijn om de hele mkb-portefeuille van banken, van momenteel zo'n €170 miljard, over te nemen. Op termijn zou daardoor wellicht de behoefte groter zijn dan Nederlandse institutionele beleggers willen invullen.



Figuur 23

4.2 Wenselijke situatie voor verschillende belanghebbenden

In deze paragraaf wordt een overzicht gegeven van de, naar inschatting, relevante belangen van de vier belanghebbende partijen.

Midden- en kleinbedrijf

In dit speelveld is het midden- en kleinbedrijf de belangrijkste belanghebbende. Het midden- en kleinbedrijf wil investeringsplannen realiseren en heeft daarvoor financiering nodig. Veel mkb'ers geven de voorkeur aan vreemd vermogen, omdat hierbij niet te veel zeggenschap uit handen hoeft te worden gegeven en ze de rente fiscaal kunnen aftrekken. Daarnaast zijn veel mkb'ers huiverig met het openbaar publiceren van bedrijfsgegevens, waardoor een groot deel niet openbaar geld wil ophalen. Ook willen ze er het liefst zo min mogelijk tijd aan kwijt zijn, een duidelijk loket hebben waar ze terecht kunnen en moet het niet te ingewikkeld zijn. Mkb'ers hebben namelijk vaak maar beperkte know-how van financiering en hebben hiervoor ook beperkt specialisten in huis. Bovendien is het in hun belang om de financieringskosten, in het geval van vreemd vermogen de rente, zo laag mogelijk te houden.

Beleggers

Investerders zijn in eerste instantie gebaat bij een zo hoog mogelijk rendement en een zo laag mogelijk risico. Daarnaast is, afhankelijk van de beleggingshorizon, de liquiditeit van de belegging belangrijk. Bovendien wil de belegger goed geïnformeerd zijn over de betreffende belegging, zodat het risico en de rendementsverwachting transparant is. Daarnaast is de mogelijkheid om het risico zo goed mogelijk te kunnen spreiden, over verschillende asset classes, sectoren en regio's, belangrijk. Voor kleinere beleggers is het belangrijk dat het minimale instapbedrag niet te hoog ligt, zodat ze de mogelijkheid hebben om in te stappen en ook een goede risicospreiding kunnen realiseren.

Banken

Banken zijn al eeuwenlang de belangrijkste speler op de mkb-financieringsmarkt. Ze hebben hier veel ervaring mee en hebben daardoor ook veel expertise opgebouwd. Ondanks de beperkingen die de banken worden opgelegd door de nieuwe regelgeving, willen ze graag hun verdienmodel behouden. Dit zou kunnen door hun expertise en processen in te blijven zetten, zonder hierbij de balans te veel in te hoeven zetten.

Overheid

De overheid heeft belang bij goede financieringsmogelijkheden voor het midden- en kleinbedrijf. Investerings leiden tot werkgelegenheid en stimuleren de economie. Dit leidt zowel tot hogere inkomstenbelastingontvangsten van werknemers als tot hogere winstbelasting van bedrijven. Het mkb wordt de motor van de economie genoemd, en levert daardoor een belangrijke bijdrage aan de Nederlandse welvaart.

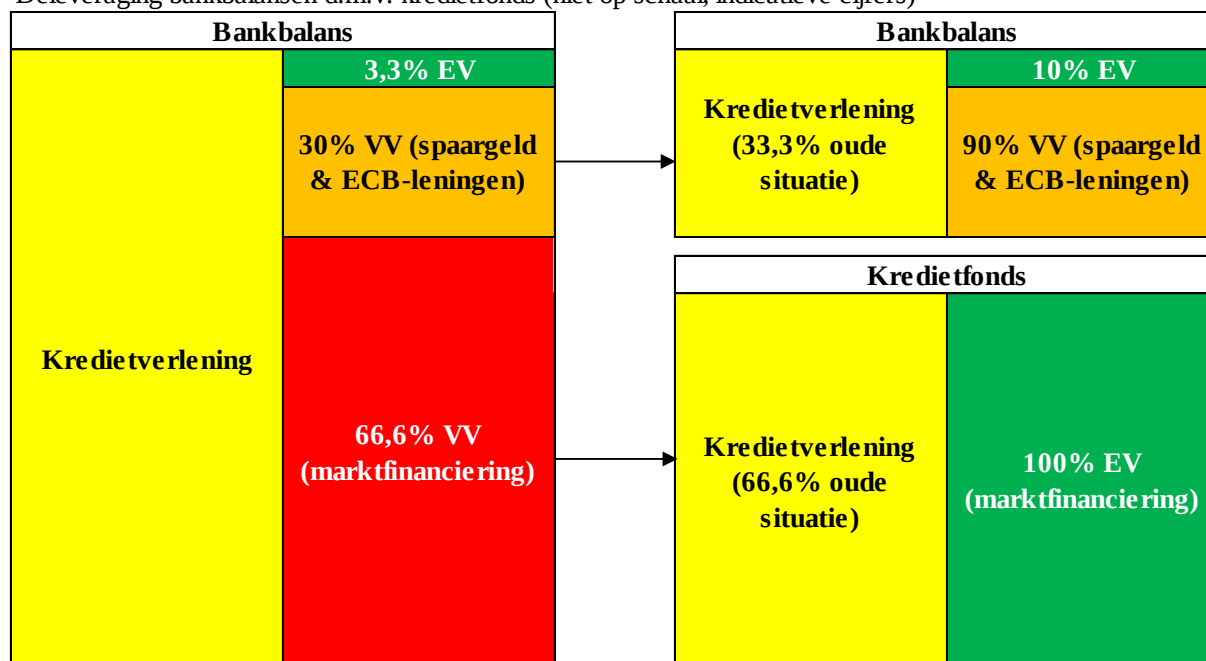
4.3 Mogelijkheden beursfonds

In het NII-rapport (2014) wordt in eerste instantie bepleit om een financieringsconstructie voor achtergestelde mkb-leningen te creëren. De benodigde omvang hiervoor zou beperkt zijn, omdat deze leningen een vliegwieleffect kunnen creëren, waardoor de resterende financieringsbehoefte door banken kan worden ingevuld. De jaarlijkse financieringsbehoefte wordt hiervoor op korte termijn op €650 miljoen geraamd. Dit is op korte termijn behapbaar via de commitment van enkele grote Nederlandse institutionele beleggers.

Maar parallel hieraan wordt er ook gekeken naar het ontwikkelen van mogelijkheden voor senior mkb-financiering, gelijkwaardig aan bankfinanciering.

Wanneer de banken hun balansen gaan verkorten, doordat ze de mkb-portefeuille gaan verkleinen, heeft dit een financieringsvrijval aan de creditzijde tot gevolg. Het zou een mooie oplossing zijn om deze investeerders te verleiden het vrijgevallen geld rechtstreeks in het mkb te beleggen. Dit zou de financieringsstructuur een stuk stabiel maken, omdat de hefboomwerking verdwijnt (zie figuur 24).

Deleveraging bankbalansen d.m.v. kredietfonds (niet op schaal, indicatieve cijfers)



Figuur 24

Hiervoor is het belangrijk te kijken welke financiering er bij banken zal vrijvallen. Een vermindering van de spaardeposito's is onwaarschijnlijk. Spaarders willen hun geld namelijk risicovrij blijven wegzetten. Bovendien zijn er door dit lage risico lage financieringskosten aan verbonden. De afname zal naar verwachting plaatsvinden in de marktfinanciering. Zoals beschreven in paragraaf 1.1 betreft dit zo'n tweederde van de totale bankfinanciering. Wanneer huidige obligatieleningen aflopen zal een deel niet geherfinancierd worden. Het geld voor deze obligaties wordt normaal gesproken via de beurs opgehaald. Hierdoor is het toegankelijk voor beleggers in alle maten en uit alle landen. Dit geeft aanleiding tot een onderzoek naar de mogelijkheden die de openbare kapitaalmarkt kan bieden voor een mkb-fonds.

Op de lange termijn zullen beleggers niet uitsluitend gemotiveerd kunnen worden door maatschappelijke verantwoordelijkheid, maar moet er een marktconforme risico-rendementsverhouding tegenover staan. Dit zou dan in principe net zo goed voor buitenlandse beleggers interessant kunnen zijn. Deze zitten immers met hetzelfde belang van regionale risicospreiding als Nederlandse beleggers.

De traditionele rol van banken zou veranderd kunnen worden in die van een arrangeur, die het kapitaal van financiers direct koppelt aan mkb-bedrijven. Dit bepleiten Nawas en Vink ook in hun artikel “Banken als traditionele intermediairs hebben hun langste tijd gehad” (2013). Desintermediatie zou volgens hun de oplossing zijn om kredietverlening betaalbaar te houden. Zo zou het comparatieve voordeel dat banken hebben bij het beoordelen van kredietrisico benut kunnen blijven worden. Om beleggers te interesseren in mkb-leningen zouden deze tot voldoende grote pakketten moeten worden geaggregeerd. *“De rol van banken verandert dan van traditionele kredietverlener naar arrangeur van leningen die op de financiële markt bij investeerders worden geplaatst.”*

Ook Inberg (2014), Financial Market Specialist en columnist bij Graydon, deelt de mening dat banken mkb-fondsen zouden moeten opzetten voor beleggers: *“er is overduidelijk veel interesse van het publiek om geld te investeren in het MKB en wie zouden dit beter kunnen faciliteren dan de banken? Zowel ING, Rabobank als ABN Amro zouden huisfondsen moeten opzetten die beleggers en spaarders de kans bieden te investeren in het MKB, zowel in de vorm van participaties als in de vorm van leningen.”*

Grote bedrijven hebben geen last van de terugval in bankaanbod, omdat ze via de beurs gemakkelijk geld kunnen ophalen. Op de site van het Financieele Dagblad (2014b) is een artikel gepubliceerd, waarin het contrast niet schriller kon worden neergezet: *“het zijn gouden tijden voor de bedrijven die zich nu willen financieren. De dorst naar bedrijfsobligaties is veel groter dan het aanbod van schuldpapier. (...) Het mkb blijft verstoken van krediet, maar bedrijven die enkele tientallen miljoenen kunnen lenen, kunnen nu moeiteloos een ‘bondje’ in de markt plaatsen.”*

Om beleggers in alle maten en uit alle landen te interesseren, zou een beursfonds voor het mkb wellicht mogelijkheden bieden. Hiermee zou de markt gereguleerd en de zichtbaarheid vergroot kunnen worden en zouden beleggers gemakkelijker in en uit kunnen stappen.

4.4 Antwoord deelvraag 4

Deelvraag 4: welke additionele maatregelen zijn noodzakelijk om de financieringsmogelijkheden voor mkb-bedrijven in Nederland te verbeteren?

De initiatieven die tot op heden zijn genomen hebben nog een erg diverse doelgroep. Hierdoor heeft niet ieder type mkb-bedrijf voldoende financieringsmogelijkheden. Bovendien hebben de initiatieven gezamenlijk nog een vrij geringe omvang ten opzichte van de bancaire kredietverlening. Hoewel deze initiatieven nog in de opstartfase zitten en nog exponentieel kunnen groeien, is het de vraag in hoeverre ze op lange termijn in staat zijn het terugvallende aanbod van banken op te vangen. Nederlandse institutionele beleggers kunnen op korte termijn een groot deel van de problemen oplossen. Maar als de bancaire kredietverlening op de langere termijn daadwerkelijk voor een groot deel moet worden overgenomen door de kapitaalmarkt, zijn ook zij naar verwachting niet bereid dit volledig te financieren. Hiervoor moet een bredere doelgroep beleggers worden aangesproken. Een duurzame oplossing hiervoor zou zijn om, net als hoe banken dit zelf altijd hebben gedaan, het benodigde geld op te halen via de openbare kapitaalmarkt. Een instrument hiervoor is een beursgenoteerd mkb-kredietfonds.

5 Onderzoeksmethodologie

Theoretisch kader

In de voorgaande vier hoofdstukken is het theoretisch kader beschreven. Dit deel is gebaseerd op literatuuranalyse. Hiervoor zijn onderzoeksrapporten over de mkb-financieringsmarkt en de bankensector geraadpleegd, die met name zijn uitgevoerd in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken en door de DNB. Daarnaast zijn wetenschappelijke artikelen en betrouwbare nieuwssites geraadpleegd. Hiermee zijn deelvraag één tot en met vier beantwoord.

- 1 Op welke manier was de financiering van het Nederlandse midden- en kleinbedrijf voor de kredietcrisis geregeld?
- 2 Wat is de huidige situatie van kredietverlening aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf en welke problemen spelen er?
- 3 Op welke manier wordt in Nederland door de overheid en initiatieven uit de praktijk gewerkt aan oplossingen om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren?
- 4 Welke additionele maatregelen zijn noodzakelijk om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren?

Onderzoeksresultaten

In de volgende hoofdstukken worden de onderzoeksresultaten gepresenteerd, die helpen om een verder antwoord geven op de hoofdvraag: “in hoeverre is een beursgenoteerd mkb-kredietfonds een geschikt instrument om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren?” Hiermee wordt specifiek antwoord gegeven op deelvraag vijf.

- 5 Is het oprichten van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds een succesvolle oplossing?

5.1 Interviewvragen

Om verder tot een antwoord op de hoofdvraag te komen zijn financieringsexperts uit de verschillende stakeholdersgroepen geïnterviewd. Deze zijn naar hun mening gevraagd over de mogelijkheden van een dergelijk fonds en de gewenste opzet hiervan. Het onderzoek is onderverdeeld in de volgende vragen:

Haalbaarheid en wenselijkheid van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds

Haalbaarheid en wenselijkheid van een mkb-kredietfonds

- 1 Is het belangrijk dat beleggers een grotere rol gaan spelen bij mkb-financiering, en hoe groot moet die rol worden?
- 2 Hoe kan mkb-krediet interessant genoeg worden gemaakt voor beleggers?

Haalbaarheid en wenselijkheid van een beursnotering

- 1 Zou een beursgenoteerd fonds haalbaar en wenselijk zijn?
- 2 Vanaf welke omvang zou een beursnotering mogelijk zijn?
- 3 Welke omvangspotentie zou dit fonds hebben?
- 4 Wat zijn de voor- en nadelen voor andere belanghebbenden?

Opzet van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds

Juridische en fiscale structuur

- 1 Hoe kan het fonds op juridisch en fiscaal vlak het beste gestructureerd worden?

Kredietverstrekkers en beheer

- 1 Welke partijen kunnen kredieten gaan verstrekken? Alleen traditionele grootbanken of is er ruimte voor nieuwe kredietverstrekkers?
- 2 Kunnen verschillende kredietverstrekkers samen in één fonds worden geplaatst, of zou een individueel fonds per verstrekker beter werken?
- 3 Is een fondsbeheerder boven de kredietverstrekkers wenselijk?
- 4 Welk deel van de leningen kan vanuit het fonds worden gefinancierd en welk deel moet de verstrekker op eigen balans houden?
- 5 Hoe hoog is de beheerfee?

Kredietverstrekking

- 1 Is, naast een risicoavers fonds, een mezzanine fonds voor achtergestelde leningen wenselijk? Kunnen deze gelijktijdig worden opgezet, of eerst alleen een risicoavers fonds?
- 2 Hebben mkb-bedrijven behoefte aan langere termijnfinanciering dan banken aanbieden? Zouden beleggers dit kunnen bieden?
- 3 Vanaf welke omvang kunnen leningen verstrekt worden die rendabel zijn?
- 4 Wie kan de rente vaststellen en hoe kan dit gebeuren?

In totaal zijn er dus zestien onderzoeksvragen behandeld. Deze vragen zijn niet allemaal in ieder interview naar voren gekomen. Om te bepalen welke vragen naar voren moesten komen is per interview gekeken naar de rol van de betreffende partij in het traject en de expertisegebieden van de geïnterviewde.

De interviewresultaten worden aangevuld met op dit gebied beschikbare literatuur. Sommige vragen hoefden niet noodzakelijk in interviews behandeld te worden, waardoor hiervoor uitsluitend literatuuranalyse is gebruikt. Dit gaf in de interviews meer ruimte voor de behandeling van de andere punten.

5.2 Geïnterviewden

De volgende partijen zijn voor het onderzoek benaderd:

Het midden- en kleinbedrijf

Het mkb is de belangrijkste belanghebbende partij in dit speelveld. Maar aangezien het mkb erg omvangrijk is, en bovendien over het algemeen beperkte kennis in huis heeft met betrekking tot financiering, is ervoor gekozen om een belangenbehartiger te benaderen.

Het Ministerie van Economische Zaken

Het Ministerie van Economische Zaken behartigt de belangen van de overheid op economisch gebied. Ze zijn al op veel manieren betrokken bij het onderwerp mkb-financiering en nemen initiatieven om de financieringsmarkt voor mkb-bedrijven te verbeteren.

Banken

Banken zijn de dominante partij om de mkb-financieringsmarkt en hebben op dit gebied dus veel ervaring opgebouwd. Ze willen zich herpositioneren in het veranderende financieringslandschap en nemen initiatieven om hun toegevoegde waarde te behouden.

Alternatieve financiers

De afgelopen jaren zijn er, doordat banken mkb-ondernemers geen oplossing konden bieden, nieuwe organisaties ontstaan die zich hebben gespecialiseerd in mkb-financiering. Dit maakt dat het niet op voorhand vastligt dat de traditionele grootbanken kredieten blijven verstrekken, maar dat ook nieuwe partijen de markt kunnen betreden.

Fondsbeheer

Bij dergelijke initiatieven waarbij de samenwerking wordt gezocht met kredietverstrekkers, zoals het NL Ondernemingsfonds, wordt een centrale fondsbeheerder aangesteld. Om de mogelijke invulling hiervan te onderzoeken is een fondsbeheerder benaderd.

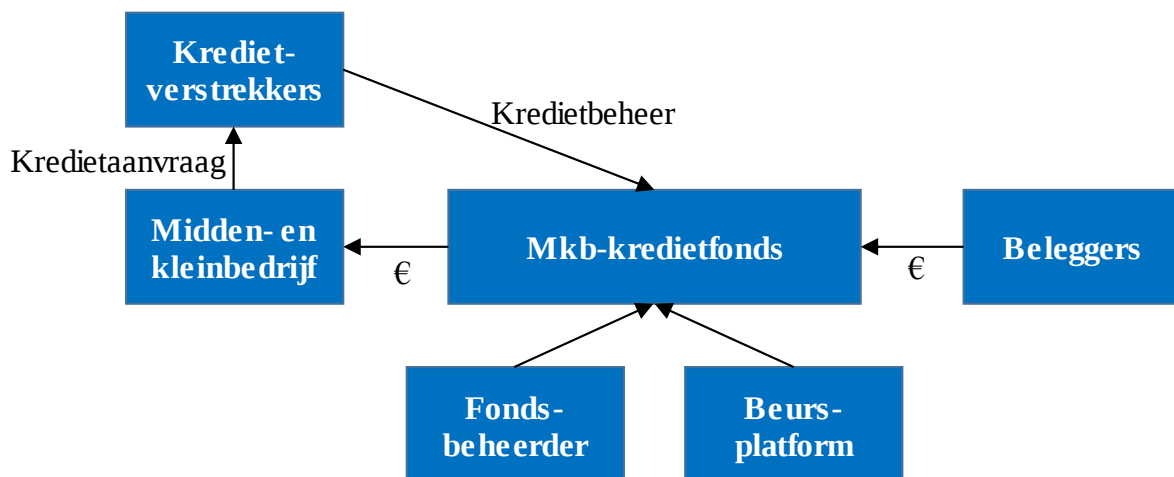
Beursplatform

Om de mogelijkheden en haalbaarheid van een beursnotering en de zaken die daarbij komen kijken te onderzoeken, is een beursplatform benaderd.

Beleggers

Ten slotte moet de financiering verstrekt worden door beleggers. Hierdoor is het essentieel dat de plannen zo worden opgesteld dat beleggers geïnteresseerd worden om hun geld hierin te steken. Hiervoor zijn een institutionele belegger, een adviseur van particuliere beleggers en een vertegenwoordiger van beleggers namens de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) benaderd. Helaas is het niet mogelijk gebleken een interview te houden met een medewerker van de VEB.

Structuur mkb-kredietfonds



Figuur 25

Voor het onderzoek zijn de volgende personen geïnterviewd:

Midden- en kleinbedrijf

Rob Wolthuis Secretaris Ondernemerschap & Financiering, MKB-Nederland

Ministerie van Economische Zaken

Wim Helmink Clusterleider Financiering & Ondernemingsrecht, Ministerie van Economische Zaken

Simon Boogaard Senior Beleidsmedewerker Financiering & Ondernemingsrecht, Ministerie van Economische Zaken

Banken

Vincent Goedegebuure Global Head Debt Solutions, ABN AMRO

Frans Langerhorst Head of Institutional Solutions, ABN AMRO

Guust Jutte Business Manager Bedrijven, Rabobank

Alternatieve financiers

Korstiaan Zandvliet CEO, Symbid

Fondsbeheer

Erik van Leeuwen Executive Vice President / Head of Fixed Income Business Development, Robeco

Beursplatform

Fred van der Stappen Directeur Business Development Nederland, NYSE Euronext

Beleggers

Victor van Will Principal Fund Manager, MN

Martijn Hoogervorst Beleggingsadviseur, ABN AMRO MeesPierson Private Banking

Verschillende geïnterviewden zijn direct betrokken bij het NL Ondernemingsfonds en/of de NII. Er is voor gekozen om in dit onderzoek bij deze initiatieven aan te sluiten omdat ook hierbij sprake is van mkb-kredietfondsen. Eventueel zou voor deze fondsen een beursnotering mogelijk zijn. Voor de wenselijke opzet van een dergelijk fonds kan goed bij deze initiatieven worden aangesloten. Het inrichtings- en realisatierapport van de NII, wat in mei 2014 werd gepubliceerd en waarin de propositie voor een mkb-fonds werd gepresenteerd, sloot dan ook goed aan bij het onderzoek en had veel raakvlakken met de interviewvragen. Deze recente publicatie en deze raakvlakken geven bovendien blijk van de relevantie van dit onderzoek.

De verslagen van deze interviews zijn te vinden in de bijlage.

5.3 Betrouwbaarheid en validiteit

Uiteraard heeft elke partij die hierbij betrokken is ook eigen belang. In de analyse van de onderzoeksresultaten is hier rekening mee gehouden. Om te voorkomen dat de onderzoeksresultaten hiervan afhankelijk zijn, zijn de vragen aan verschillende stakeholders voorgelegd (zie figuur 26). Hiermee is voor zover mogelijk het risico gemitigeerd dat de onderzoeksresultaten gebaseerd zijn op de mening van slechts één belanghebbende partij.

5.4 Methodologie interviews en analyse

Dit onderzoek is kwalitatief van aard. Tijdens de interviews is gebruik gemaakt van open vragen. Dit had tot gevolg dat de verschillende experts op dezelfde interviewvraag erg diverse antwoorden gaven. Om een zo sterk mogelijk fundament te leggen onder de conclusie van dit onderzoek was het belangrijk dat de geïnterviewden hun mening konden beargumenteren. Aangezien deze argumenten erg divers konden zijn is het slechts beperkt mogelijk deze eenduidig te analyseren. Het was belangrijk om de onderbouwing van de verschillende experts mee te nemen in de analyse.

Per vraag zijn de meningen van de verschillende experts, aangevuld met relevante literatuur, tegen elkaar afgezet. Per vraag is vervolgens in een schema aangegeven welke verschillende onderwerpen in de interviews naar voren kwamen en wat de mening en onderbouwing van de verschillende experts over dit onderwerp was. Vervolgens is er geanalyseerd wat de raakvlakken van en verschillen tussen de meningen van de verschillende experts zijn. Waar mogelijk en wenselijk is dit vervolgens afgezet tegen een analyse van beschikbare relevante literatuur. Op basis van deze gezamenlijke analyse is een samenvatting van de onderzoeksresultaten gegeven.

In hoofdstuk acht is op basis van de onderzoeksresultaten een conclusie gegeven waarmee antwoord wordt gegeven op de hoofdvraag. Ook worden er op basis van de onderzoeksresultaten aanbevelingen gedaan.

	Wolhuis, mkb	Helmink & Boogaard, EZ	Goedegebuure & Langerhorst, banken	Jutte, banken	Zandvliet, alternatieve financiers	Van Leeuwen, fondsbeheer	Van der Stappen, beursplatform	Van Will, institutionele beleggers	Hoogervorst, particuliere beleggers	
1.1 Rol beleggers	X	X	X	X	X					5
1.2 Interesse beleggers	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
2.1 Beursnotering	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
2.2 Minimale omvang fonds										0
2.3 Omvangspotentie			X	X		X	X	X	X	6
2.4 Andere belanghebbenden										0
3 Juridische en fiscale structuur			X			X	X			3
4.1 Kredietverstrekkers	X	X			X	X	X	X		6
4.2 Gezamenlijk of individueel			X	X		X	X	X		5
4.3 Fondsbeheerder	X					X	X	X	X	5
4.4 Eigen inbreng verstrekker	X	X	X	X		X		X	X	7
4.5 Beheerfee										0
5.1 Mezzanine fonds	X	X	X	X	X			X	X	7
5.2 Lange termijnfinanciering	X	X		X				X	X	5
5.3 Minimale omvang leningen	X		X	X	X			X		5
5.4 Rente										0
	9	7	9	9	6	8	7	10	7	

Figuur 26: gestelde vragen per interview

6 Haalbaarheid en wenselijkheid beursgenoteerd mkb-kredietfonds

In dit hoofdstuk wordt op basis van interviewresultaten en literatuuranalyse de haalbaarheid en wenselijkheid van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds beschreven. De interviewresultaten per vraag zijn te vinden in bijlage B. Eerst wordt de haalbaarheid en wenselijkheid van een mkb-kredietfonds beschreven, waarbij de wenselijke rol van beleggers bij mkb-financiering en de interesse van beleggers worden behandeld. Vervolgens wordt de haalbaarheid en wenselijkheid van een beursnotering beschreven. Hiervoor worden de voor- en nadelen van een beursnotering, de minimaal vereiste omvang en de omvangspotentie behandeld. Hiermee wordt het eerste deel van deelvraag vijf beantwoord.

Deelvraag 5: is het oprichten van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds een succesvolle oplossing? (deel 1: haalbaarheid en wenselijkheid)

6.1 Haalbaarheid en wenselijkheid mkb-kredietfonds

Allereerst zijn de haalbaarheid en de wenselijkheid van een mkb-kredietfonds onderzocht. Hiervoor zijn de volgende interviewvragen aan het panel voorgelegd:

- 1 Is het belangrijk dat beleggers een grotere rol gaan spelen bij mkb-financiering, en hoe groot moet die rol worden?
- 2 Hoe kan mkb-krediet interessant genoeg worden gemaakt voor beleggers?

De antwoorden op deze interviewvragen zijn aangevuld met relevante literatuur.

Interviewresultaten vraag 1: belang rol voor beleggers

Is het belangrijk dat beleggers een grotere rol gaan spelen bij mkb-financiering?				
mkb	EZ	bank 1	bank 2	alternatieve financiers
Ja	Ja, maar beperkt	Ja, mogelijk	Ja, maar beperkt	Ja

Figuur 27

De geïnterviewden zijn het er allemaal over eens dat beleggers⁴ een grotere rol moeten gaan spelen bij mkb-financiering, maar over de mate waarin dit moet gebeuren verschillen de meningen. De vertegenwoordigers van bank 2 en EZ zien in principe alleen een rol voor beleggers weggelegd bij risicodragende en lange termijnfinanciering. Zij verwachten dat kortlopende leningen met beperkt risico door banken gefinancierd blijven worden. De andere geïnterviewden zien ook op dit gebied een rol voor beleggers weggelegd.

Literatuuranalyse vraag 1: belang rol voor beleggers

In het rapport van de NII (2014) wordt de eerste urgentie van het betrekken van beleggers bij mkb-financiering beschreven bij het verstrekken van achtergestelde leningen. Maar daarnaast wordt ook beschreven dat er gekeken wordt naar de mogelijkheden en het nut van een fonds voor financiering op seniorniveau (gelijkwaardig aan bankfinanciering), aangezien dit in de toekomst mogelijk ook van toegevoegde waarde zou zijn. Er wordt beschreven dat in het geval van doorzettende economische groei, waardoor de kredietvraag op gang zou komen, banken waarschijnlijk capaciteit te kort zouden komen. Daarnaast wordt beschreven dat er gekeken wordt naar de mogelijkheden van securitisatie van bestaande mkb-leningen om zodanig de risico's te transfereren van de bancaire sector naar beleggers.

⁴ Onder beleggers wordt elke persoon of organisatie verstaan met de beschikking over een belegbaar vermogen (met uitzondering van banken). Hierbij wordt geen uitsplitsing gemaakt naar bijvoorbeeld institutionele of particuliere beleggers.

Zoals in paragraaf 2.4 beschreven zal de nieuwe regelgeving een opwaartse druk hebben op de rente die banken vragen. Dit zorgt er voor dat het toch wenselijk kan zijn dat beleggers ook een groter aandeel krijgen in de reguliere kredietverlening (seniorleningen), ook al zouden banken wel in staat en bereid zijn dit te financieren.

Interviewresultaten vraag 2: interesse beleggers

	Is mkb-krediet interessant voor beleggers, en waar is dit van afhankelijk?								
	mkb	EZ	bank 1	bank 2	alternatieve financiers	fonds-beheer	beurs-platform	instituti- nele beleggers	particuliere beleggers
Bereidheid beleggers								Ja	Ja
MVO als drijfveer	Ja, maar met genoeg rendement							Niet voldoende	
Rendement		Hoog	Was te laag, wordt beter	Was te laag, wordt beter	Laag	Was te laag, wordt beter	Te laag	Wordt beter	4-6% Nodig
Risico	Niet hoger	Hoger		Hoger	Be-perkt hoger	Niet struc-tureel hoger	Hoger		Moet IG zijn
Diversifi-catie voordeel			Ja				Ja		Ja
Informatie	Beperkt beschik-baar		Beperkt beschik-baar	Beperkt beschik-baar		Be-perkt beschik-baar		Transpa-rantie eis	Simpel en dui-delijk houden
Alignment		Beleg- gers huiverig	Eigen par-ticipatie & afspraken vooraf					Alignment eis	
Niet bewezen		Beleg- gers huiverig		Goed trackrecord is vliegwiél				Goed trackrecord is vliegwiél	
Andere vormen		Securiti-satie risico-voller		Securitisatie efficiënter				Securitisatie & EIB ook mogelijk	
Liquiditeit								Liquiditeit eis	
Omvang		Instap > €50 miljoen						Instap > €15 miljoen	

Figuur 28

Op de Y-as staan de verschillende criteria en onderwerpen beschreven die in de interviews naar voren kwamen. Deze aspecten werden door het panel als relevant beschouwd voor het interesseren van beleggers.

De vertegenwoordigers van zowel institutionele als particuliere beleggers geven aan dat beleggers bereid zijn te investeren in het mkb. Wel geven de vertegenwoordigers van het mkb en de institutionele beleggers aan dat alleen de maatschappelijke verantwoordelijkheid niet voldoende reden geeft te investeren. Het moet gepaard gaan met voldoende rendement.

De mening van de experts is over het algemeen dat de rendementen in het verleden onvoldoende waren om interessant te zijn voor beleggers, maar dat dit momenteel wel aan het veranderen is. Over het risicogehalte zijn de meningen verdeeld. De vertegenwoordigers van het mkb en fondsbeheer zeggen dat het risico niet hoger hoeft te liggen dan bij het grootbedrijf, de vertegenwoordiger van alternatieve financiers geeft aan dat het wel hoger ligt, maar dat het verschil beperkt is, terwijl de vertegenwoordiger van EZ, bank 2 en het beursplatform zeggen dat het risico hoger ligt.

Drie experts benadrukken het voordeel van portefeuillediversificatie. Het risico van een beleggingsportefeuille kan, dankzij de toegang tot een nieuwe asset class, verlaagd worden.

Vier experts geven aan dat er slechts beperkt informatie beschikbaar is, terwijl de vertegenwoordigers van beleggers allebei benadrukken dat er transparante, duidelijke informatie beschikbaar moet zijn.

Voor het creëren van gezamenlijke belangen (alignment of interest) geeft de vertegenwoordiger van bank 1 aan dat een eigen participatie van de kredietverstrekker en duidelijke afspraken vooraf belangrijk zijn. De vertegenwoordiger van institutionele beleggers geeft aan dat alignment belangrijk is en de vertegenwoordiger van EZ geeft aan dat beleggers nog huiverig zijn omdat ze bang zijn dat er onvoldoende alignment is.

Drie experts benadrukken dat beleggers nog terughoudend zijn doordat het zich nog moet bewijzen, en dat het met een goed trackrecord makkelijker is beleggers te interesseren.

In dit onderzoek wordt gekeken naar een fonds met een co-financieringsconstructie⁵. In de interviews kwamen echter ook andere mogelijke vormen naar voren. De meningen hierover zijn verdeeld. De vertegenwoordiger van institutionele beleggers geeft aan dat securitisatie en garantieleningen van de EIB ook mogelijke instrumenten zijn. De vertegenwoordiger van bank 2 geeft aan dat securitisatie een efficiënter instrument is, terwijl de vertegenwoordiger van EZ aangeeft dat het risico bij securitisatie hoger ligt, doordat de leningen niet vooraf gescreend kunnen worden.

De vertegenwoordiger van institutionele beleggers zegt dat één van de eisen die aan een belegging gesteld worden de liquiditeit ervan is.

De vertegenwoordiger van EZ en institutionele beleggers geven respectievelijk aan dat grote beleggers pas geïnteresseerd zijn als met meer dan €50 en €15 miljoen kan worden ingestapt.

Literatuuranalyse vraag 2: interesse beleggers

Zoals beschreven in paragraaf 2.2 is het percentage problemleningen in bankportefeuilles de laatste jaren bij zowel het mkb als het grootbedrijf aanzienlijk toegenomen. Bij het mkb is het percentage wat hoger (ruim 6%) dan bij het grootbedrijf (een kleine 5%). Het risico ligt dus hoger, maar het verschil is te overzien.

In het rapport MKB in Beeld (2014) staan de volgende veertien criteria genoemd die van belang zijn bij de beoordeling van de aantrekkelijkheid van een asset class:

- 1 verwacht rendement;
- 2 verwacht risico;
- 3 diversificatie (samenhang met andere beleggingen);
- 4 matching (samenhang met verplichtingen);
- 5 liquiditeit (verhandelbaar tegen lage kosten);

⁵ Co-financiering houdt in dat nieuw verstrekte leningen door meerdere partijen gefinancierd worden; in dit geval deels door de verstrekker en deels door het mkb-kredietfonds. Met securitisatie wordt bedoeld het verkopen van (een deel van) een kredietportefeuille, die bestaat uit eerder verstrekte leningen.

- 6 complexiteit (transparantie & begrijpelijkheid);
- 7 wijze van outsourcing (uitbesteding aan een gespecialiseerde asset manager);
- 8 relevantie (voldoende schaalgrootte & in lijn met de portefeuille);
- 9 ESG-criteria (maatschappelijke impact & wenselijkheid);
- 10 kosten (redelijkheid & transparantie);
- 11 alignment of interest;
- 12 waardering (mogelijkheid tot betrouwbare, onafhankelijke waardering);
- 13 reputatierisico;
- 14 wet- en regelgeving.

Het is belangrijk dat beleggers een grotere rol gaan spelen bij mkb-financiering. Financiering van leningen met een hoog risico en een lange termijn hebben de meeste prioriteit, maar ook bij seniorleningen is het wenselijk te kijken naar een rol voor beleggers.

Beleggers zijn bereid om te investeren in het mkb, maar de risico-rendementsverhouding moet wel goed zijn. Het risico op mkb-bedrijven is gemiddeld genomen wat hoger dan bij het grootbedrijf, maar het verschil is beperkt. Voor beleggers is het aantrekkelijk dat hiermee de portefeuille beter gediversificeerd kan worden. Wel is het een nadeel dat er beperkte informatie beschikbaar is en dat het fonds zich nog niet bewezen heeft. Het is ook belangrijk dat er alignment of interest wordt gecreëerd om de kwaliteit te waarborgen. Ook voldoende schaalomvang en liquiditeit is voor beleggers belangrijk. Naast co-financiering zou ook naar securitisatie van mkb-portefeuilles gekeken kunnen worden.

6.2 Haalbaarheid en wenselijkheid beursnotering

Vervolgens zijn de haalbaarheid en de wenselijkheid van een beursnotering onderzocht. Hiervoor zijn de volgende interviewvragen aan het panel voorgelegd:

- 1 Zou een beursgenoteerd fonds haalbaar en wenselijk zijn?
- 2 Vanaf welke omvang zou een beursnotering mogelijk zijn?
- 3 Welke omvangspotentie zou dit fonds hebben?
- 4 Wat zijn de voor- en nadelen voor andere belanghebbenden?

De antwoorden op deze interviewvragen zijn aangevuld met relevante literatuur.

Interviewresultaten vraag 1: haalbaarheid en wenselijkheid beursnotering

Interview Resultaten Vraag 17: Haalbaarheid en wenselijkheid beursnotering										
Is het haalbaar en wenselijk om een mkb-kredietfonds beursgenoteerd te maken?										
	mkb	EZ	bank 1	bank 2	alternatieve financiers	fondsbeheer	beursplatform	institutionele beleggers	particuliere beleggers	
Liquiditeit		Toegevoegde waarde	Moeilijk te creëren	Toegevoegde waarde	Toegevoegde waarde	Beperkt mogelijk	Mogelijk			Toegevoegde waarde
Institutionele beleggers		Beperkte toegevoegde waarde	Geen toegevoegde waarde		Geen toegevoegde waarde	Geen toegevoegde waarde	Geen toegevoegde waarde	Geen toegevoegde waarde		
Prijsvorming			Moeilijk	Aan het begin moeilijk			Onrealistisch	Moeilijk & grillig		Voordeel
Wanneer noteren	Op den duur wenselijk	Bij voldoende omvang	Bij voldoende omvang			Mogelijk op termijn				
Initiatieven buitenland			Bestaat nog niet					Bestaat nog niet		
Betere toegankelijkheid	Ja			Ja, voor particulieren	Particulieren niet, internationaal wel					Ja, voor particulieren
Transparantie			Voordeel					Nadeel		
Beursgenoteerde securitisatie							Mogelijk, maar onnodig	Mogelijk, maar onnodig		
Kosten					Nadeel					

Figuur 29

Op de Y-as staan de verschillende argumenten beschreven die de geïnterviewden gaven, om hun mening over de haalbaarheid en wenselijkheid van een beursnotering te onderbouwen.

Vier experts geven aan dat de liquiditeit die een beursnotering kan bieden een toegevoegde waarde is. De vertegenwoordiger van het beursplatform geeft aan dat deze liquiditeit in principe geboden kan worden, terwijl de vertegenwoordigers van bank 1 en fondsbeheer zeggen dat dit maar beperkt mogelijk is.

Zes experts geven aan dat dit voor institutionele beleggers niet interessant is.

Vier experts geven aan dat het, zeker aan het begin, moeilijk is een realistische prijs te vormen, terwijl de vertegenwoordiger van particuliere beleggers juist aangeeft dat de prijsvorming een voordeel is.

Vier experts geven aan dat een beursnotering op termijn mogelijk is, als het fonds voldoende omvang heeft gekregen.

Wel geven twee experts aan dat de wenselijkheid te betwijfelen valt omdat dit soort fondsen in andere landen voor zover zij weten nooit beursgenoteerd zijn.

Vier experts geven aan dat het fonds door een beursnotering in principe gemakkelijker toegankelijk wordt voor beleggers.

De vertegenwoordiger van bank 1 geeft aan dat een beursnotering het fonds transparanter maakt. De vertegenwoordiger van institutionele beleggers geeft echter aan dat de transparantie minder wordt, doordat er geen informatie openbaar kan worden gemaakt over de individuele mkb-bedrijven. Twee experts geven aan dat het wel mogelijk zou zijn om een gesecuritiseerde kredietportefeuille beursgenoteerd te maken, maar dat geen toegevoegde waarde zou hebben. Één expert geeft aan dat de kosten die met een beursnotering gepaard gaan een nadeel zijn.

Literatuuranalyse vraag 1: haalbaarheid en wenselijkheid beursnotering

In het rapport van het NII (2014) staat het volgende: *“zowel verzekeraars als pensioenfondsen kennen, net als banken, strenge eisen ten aanzien van liquiditeit. Dit impliceert dat ook zij niet onbeperkt in lange termijn en/of illiquide activa kunnen beleggen, ondanks het feit dat hun verplichtingen grotendeels lange termijn zijn.”*

Hoewel het voor institutionele beleggers goed mogelijk is om lange termijnbeleggingen te doen, kan liquiditeit dus ook voor hen een toegevoegde waarde bieden.

Daarnaast staat in het rapport van de Commissie Hoek (2013) het volgende: *voor investeringen via gesloten/open fondsen bepalen de onderliggende MKB-bedrijven de kapitaaleisen en het risicorendement voor de verzekeraar. Dit 'look through principle' is van toepassing op **niet-beursgenoteerde fondsen**, ongeacht of het fonds wel of geen rating heeft. Daarom zijn de kapitaaleisen weer afhankelijk van de rating van de onderliggende ondernemingen.*

In dit rapport wordt verklaard dat het voor verzekeraars door de nieuwe regelgeving onaantrekkelijk is om in het mkb te investeren. Aangezien mkb-bedrijven over het algemeen geen individuele rating hebben, gelden voor deze beleggingen namelijk strenge kapitaaleisen. In bovenstaand citaat wordt echter gesuggereerd dat bij een beursgenoteerd fonds het ‘look through principle’ niet meer opgaat, en gekeken kan worden naar de rating van het fonds. Dit zou het voor verzekeraars interessanter maken om in te stappen.

Daarnaast staat in het artikel “Euronext zet in op meer fondsnoteringen” van Fondsnieuws (2014) het volgende: *“een beursnotering kan de zichtbaarheid van een fonds vergroten, net als de transparantie. Iedereen kan zien hoeveel in het fonds gehandeld is, wat de koers is en hoe het rendement zich heeft ontwikkeld. Bijkomende voordeel is volgens Van Elderen (Business Development Manager Euronext) dat er altijd sprake is van een centrale tegenpartij, het tegenpartijrisico is daarmee afgedekt. Euronext verspreidt de fondsgegevens vervolgens onder beleggers en dataleveranciers. Daarnaast worden er koersgegevens gepubliceerd op de website van Euronext en in landelijke dagbladen. (...)*

Een argument tegen beursnoteringen is dat ze ook weer extra kosten met zich meebrengen. In een tijd waarin de druk op de marges groot is, is dit niet echt iets waar fondshuizen makkelijk overheen stappen.

Daar komt bij dat een beursnotering een fonds onder de aandacht kan brengen van buitenlandse beleggers, zegt Van Elderen.”

(Fondsnieuws, 2014)

Interessant om te zien is dat er al wel een initiatief is geweest voor een beursgenoteerd mkb-kredietfonds: het Hollands Glorie Master Fund NV. Fondsnieuws (2011) meldde het volgende: *“het fonds zal genoteerd worden aan NYSE Euronext. Doordat het fonds in het MKB investeert zal het voor bedrijven makkelijker zijn om additionele kredieten te verkrijgen van banken,” aldus de initiatiefnemers. ‘Hierdoor, en door de beursnotering van het fonds, zal substantieel meer financiering voor het MKB ter beschikking komen.’”*

Helaas is er na 2011 geen nieuws meer geweest over dit fonds. Dit geeft aan hoe lastig het is om nieuwe initiatieven daadwerkelijk van de grond te krijgen.

Literatuuranalyse vraag 2: minimale omvang beursfonds

Voor een fonds met mkb-leningen wordt er van uit gegaan dat dit voor een beursgang dezelfde minimumomvang moet hebben als een individuele bedrijfsobligatie. Volgens Knop en Broekhuis van Orchard Finance Consultants (2012) geldt voor beursgenoteerde bedrijfsobligaties een minimale omvang van €250-500 miljoen.

“Voor bedrijven met een externe credit rating, zoals Akzo Nobel, Gasunie, KPN en Schiphol, is de openbare kapitaalmarkt een aantrekkelijk alternatief. Dit soort partijen kan rechtstreeks obligaties uitgeven die op een beurs, doorgaans Amsterdam of Luxemburg, zijn genoteerd. Een nadeel is dat daardoor de eindbeleggers veelal anoniem zijn. Dit in tegenstelling tot private placement transacties, waarbij de institutionele beleggers bekend zijn bij de onderneming.

Andere belangrijke verschillen met onderhandse leningen zijn de mate van disclosure, documentatie en minimum omvang. Bij een obligatie is een zelfstandige prospectus noodzakelijk met daarbij een uitgebreide disclosure. Bij een private placement is de documentatie beperkt tot een Note Purchase Agreement (de documentatie met leningsvoorwaarden) en is er beperkte disclosure noodzakelijk. Ten aanzien van omvang geldt voor een obligatie een minimum van 250-500 miljoen euro, wat aanzienlijk meer is dan eerder genoemde minimum omvang voor een private placement.”

Maar de laatste jaren worden er ook initiatieven genomen om bedrijven voor kleinere financieringsbehoeften toegang te geven tot de openbare kapitaalmarkt. Zo biedt Euronext met Enternext, zoals beschreven in paragraaf 3.1, mkb-bedrijven de mogelijkheid tot een beursnotering. Op het beursplatform van NPEX zouden, zoals beschreven in paragraaf 3.4, zelfs al obligatieleningen vanaf €500.000 geplaatst kunnen worden. Voor het plaatsen van beleggingsfondsen wordt geen minimaal bedrag genoemd.

Wel zijn er kosten aan een beursnotering verbonden. Bij een beperkte omvang zouden deze kosten minder goed uitgesmeerd kunnen worden. Hierdoor zou het bij een beperkte omvang minder aantrekkelijk zijn om het fonds te noteren.

Interviewresultaten vraag 3: omvangspotentie beursfonds

	Welke omvangspotentie zou een beursgenoteerd mkb-kredietfonds hebben?					
	bank 1	bank 2	fondsbeheer	beurs- platform	institutione- le beleggers	particuliere beleggers
Bredere doelgroep	Ja					Ja
Kleinere beleggers	Ja, maar beperkte markt		Andere structuur vereist	Ja	Beperkte markt	
Buiten- landse beleggers	Ja, maar (nog) beperkte interesse	Beperkte interesse		Ja, op termijn	Nog niet mogelijk, op termijn	Ja, maar (nog) beperkte interesse
Institutio- nele beleggers					Niet geïnteres- seerd	
Lagere instapprijs					Essentieel, maar strenge eisen	
Omvangs- doel			Onbekend, >€1 miljard			Particulier €5 miljard

Figuur 30

Op de Y-as staan de verschillende onderwerpen beschreven die in de interviews naar voren kwamen en die invloed hebben op de potentiële omvang van een dergelijk fonds.

Twee experts geven aan dat door een beursnotering een bredere doelgroep kan worden aangesproken. Één expert geeft aan dat hierdoor ook kleine beleggers kunnen instappen. Twee experts geven echter aan dat deze markt maar een beperkte omvang heeft. Ook geeft de vertegenwoordiger van fondsbeheer aan dat hiervoor een andere structuur nodig is dan bij het NL Ondernemingsfonds.

Drie experts geven aan dat het fonds met een beursnotering ook voor buitenlandse beleggers wordt. Wel geven drie experts aan dat buitenlandse beleggers maar beperkte interesse zullen hebben in een Nederlands fonds. Twee experts geven aan dat dit op termijn wel mogelijk zou zijn.

De vertegenwoordiger van institutionele beleggers geeft aan dat institutionele beleggers niet geïnteresseerd zijn in een beursgenoteerd fonds, omdat ze het liever privaat houden en het geld rechtstreeks bij een manager neer willen leggen.

De vertegenwoordiger van fondsbeheer geeft aan dat het fonds op termijn zeker groter kan worden dan het doel van €1 miljard dat het NL Ondernemingsfonds momenteel stelt, maar dat het niet mogelijk is een richtbedrag te noemen. De vertegenwoordigers van particuliere beleggers geeft aan dat bij Nederlandse particulieren ongeveer €5 miljard opgehaald zou kunnen worden.

Literatuuranalyse vraag 3: omvangspotentie beursfonds

In het rapport van de NII (2014) wordt de additionele financieringsbehoefte van het mkb in 2014 geschat op €10,85 miljard, waarvan €6,75 miljard bestaat uit behoeften onder de €5 miljoen. Op korte termijn zou met name een jaarlijkse financiering van €650 miljoen nodig zijn voor een fonds met achtergestelde leningen, waarbij er van wordt uitgegaan dat banken de rest van de financiering aan gezonde mkb-bedrijven blijven verstrekken. Wel zou de fondsomvang uiteraard jaarlijks stapsgewijs gaan toenemen, aangezien veel leningen langer dan één jaar duren. Daarnaast gaat het NII kijken naar de mogelijkheden en het nut van een fonds voor financieringen op seniorniveau (gelijkwaardig aan bankfinanciering) aangezien dit in de toekomst mogelijk ook van toegevoegde waarde zou zijn. Hierdoor zou de gewenste omvang op termijn flink kunnen groeien.

Uit gegevens van companyinfo.nl (2013) blijkt dat de 25 grootste Nederlandse pensioenfondsen samen €797 miljard vermogen onder beheer hebben. Dit komt neer op een kleine 80% van het totale Nederlandse pensioenvermogen. De kleinste hiervan is goed voor ruim €5 miljard. Bovendien heeft een groot deel van de kleinere pensioenfondsen de beleggingen uitbesteed aan pensioenuitvoerders. De Nederlandse pensioenmarkt is dus voor het overgrote deel individueel benaderbaar.

In het onderzoeksrapport “De internationale vastgoedmarkt” van Eichholtz en De Graaf (1997) worden de mogelijkheden van beursgenoteerde vastgoedfondsen afgezet tegen die van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen.

“Vastgoed aanhouden via de beurs wordt wereldwijd steeds belangrijker. Het mooie van vastgoedaandelen is dat er veel gemakkelijker informatie over te krijgen is dan over direct aangehouden vastgoed, namelijk door naar de prestaties van vastgoed-beleggingsfondsen te kijken.”

“Het wordt wereldwijd steeds belangrijker om onroerend goed te kopen via de beurs. Dit past in een veel bredere trend van securitisatie. Schuld- en eigendomstitels worden gestandaardiseerd, krijgen beursnotering, en zijn op die manier veel beter verhandelbaar geworden. De financiële wereld maakt wat dat betreft nu dezelfde ontwikkeling door als de industrie in de vorige eeuw, toen er voor het eerst sprake was van gestandaardiseerde en daardoor uitwisselbare onderdelen van machines en gebruiksvoorwerpen. Dit maakte de weg vrij voor massaproductie.

Securitisatie effent de weg voor slecht geïnformeerde beleggers. Op private markten, met niet-gestandaardiseerde activa, is de liquiditeit laag en zijn informatiekosten hoog. Voor een financiële partij die thuis is op zo'n markt is dat geen probleem, maar voor een outsider wel. Private en plaatselijke markten zijn niet erg geschikt voor internationale beleggers, omdat dergelijke beleggers waarschijnlijk relatief slecht geïnformeerd zijn. Aangezien internationaal beleggen uit het oogpunt van risicospreiding steeds belangrijker wordt, is dit een reden om aan te nemen dat de securitisatie van vastgoed nog verder zal toenemen. De verschillen tussen goed en slecht geïnformeerde beleggers zijn op openbare markten immers waarschijnlijk van minder belang dan op private markten.”

Het investeren in vastgoed-aandelen heeft de afgelopen jaren een enorme vlucht genomen. De wereldwijde vastgoed-aandelenmarkt is nu zo groot geworden dat zelfs grote kapitalen zonder veel moeite kunnen worden geabsorbeerd. Deze markt stelt beleggers in staat een werkelijk internationale vastgoed-beleggingsstrategie uit te voeren.”

De situatie van de vastgoedmarkt zal wellicht niet één op één doorgetrokken kunnen worden naar de situatie van de mkb-financieringsmarkt. Vastgoedobjecten zijn onderling beter met elkaar vergelijkbaar dan mkb-bedrijven. Daarnaast is de markt van vastgoedbeleggers al ver ontwikkeld, met veel grote ervaren beleggingsmaatschappijen.

Maar net als mkb-fondsen investeren vastgoedfondsen in illiquide assets (activa), waardoor het fonds niet mee kan bewegen met vraag en aanbod en de beleggingsstrategie ook statisch van aard is. De beleggers wordt echter wel liquiditeit geboden doordat de aandelen in de fondsen op de beurs liquide verhandelbaar zijn. En hoewel er van de onderliggende assets geen individuele marktprijs bekend is, kan het fonds wel gewaardeerd worden. Dit gebeurt namelijk door vraag en aanbod, net als hoe de prijzen van individuele aandelen en obligaties tot stand komen.

Eichholtz en De Graaf geven aan dat een beursnotering het fonds toegankelijker maakt voor buitenlandse en slecht geïnformeerde beleggers. Daarnaast beschrijven ze dat de vastgoedmarkt zo groot is geworden dat ook grote kapitalen zonder veel moeite geabsorbeerd kunnen worden. Zeker op internationaal niveau, waarbij in een grote internationale tracker wordt geïnvesteerd of waarbij slechts een klein deel van de totale portefeuille in een individueel buitenlands mkb-fonds wordt geïnvesteerd, kan dit mogelijk ook voor grote institutionele beleggers liquiditeit bieden. Hiervoor moet er dan ook wel een internationale mkb-markt ontstaan, waarbij ook in andere landen beursfondsen gelanceerd

worden en de markt zich verder ontwikkeld. Maar aangezien ook de rest van Europa hoofdzakelijk afhankelijk is van banken zullen ook in de andere landen nieuwe initiatieven worden ontwikkeld, waardoor dit pan-Europees aangepakt kan worden.

Daarnaast laat de internationale handel in bank aandelen zien dat een internationale wisselwerking mogelijk is. Door te investeren in buitenlandse banken wordt in feite ook in een mkb-portefeuille geïnvesteerd, maar dan met een hefboom van vaak rond de dertig keer (door de leverage ratio's van rond de 3%), in een niet transparante portefeuille (naast mkb-financiering bevatten deze vaak ook hypotheek, verzekeringen en adviesdiensten) en waar geen duidelijke informatie wordt verschaft over de invulling van de mkb-portefeuille (zoals bijvoorbeeld het defaultpercentage, de selectiecriteria en de sectorspreiding).

Dat deze situatie weliswaar ook niet risicovrij is heeft de noodzaak tot de gedetailleerde nieuwe regelgeving wel bewezen. Daarnaast gaat de vergelijking scheef omdat bij bank aandelen het alignmentprobleem niet speelt (de kredietverstrekker handelt voor eigen rekening in plaats van beloning door management fees) en de banken zelf al veel expertise en ervaring in huis hebben om de kwaliteit te waarborgen, in tegenstelling tot de fondsbeheerders van mkb-fondsen die grotendeels nog opgezet moeten worden. Desondanks laat dit wel zien dat er voor mkb-fondsen, mits ze goed zijn opgezet en de markt zich voldoende ontwikkelt, op termijn mogelijkheden zouden zijn om een internationale markt te ontwikkelen.

Literatuuranalyse vraag 4: voor- en nadelen andere belanghebbenden

De mogelijke voor- en nadelen voor beleggers zijn al uitgebreid aan bod geweest. Maar ook voor de andere betrokken partijen zitten er voor- en nadelen aan.

“Volgens Robeco krijgen investeerders ongeveer 1 procentpunt extra bovenop de rendementen die ze krijgen op verhandelbare bedrijfsschuld van eenzelfde kredietwaardigheid (rating BB). Die 1 procentpunt is vooral compensatie voor de beperkte liquiditeit van de belegging.”
(Financieel Dagblad, 2014c)

Bij het NL Ondernemingsfonds is er sprake van een illiquiditeitspremie van één procentpunt. Dit zou gerechtvaardigd zijn omdat de fondsparticipaties, in tegenstelling tot normale beursgenoteerde bedrijfsobligaties van gelijkwaardige kredietwaardigheid, niet verhandelbaar zijn. Wanneer het fonds op de beurs verhandelbaar zou worden, zou dit dus betekenen dat deze illiquiditeitspremie kan komen te vervallen. Hierdoor zou het rentepercentage dat het fonds van mkb-bedrijven vraagt dus zo'n één procentpunt naar beneden kunnen. Dit zou een eventueel gap tussen de rente-eis van banken en beleggers dus kunnen verkleinen of zelfs kunnen dichten. Daarnaast kan de ondernemer zich blijven melden aan hetzelfde bekende loket.

Voor banken is het een voordeel als ze, zonder het hele bedrag te hoeven verstrekken, wel hun sleutelrol in mkb-financiering zouden kunnen blijven vervullen en zo hun verdienmodel kunnen behouden. Wanneer, door de nieuwe regelgeving, de vermogenskostenvoet hoger wordt dan de winstmarge op mkb-leningen (de ontvangen rente minus de bedrijfskosten), is de netto contante waarde negatief, waardoor het voor banken bedrijfseconomisch niet meer interessant zou zijn om de lening te verstrekken. Door wel de mkb-leningen te blijven verstrekken en monitoren kunnen ze enerzijds een management fee blijven ontvangen, en anderzijds hun klanten tevreden houden door ze wel te voorzien in hun financieringsbehoefte en de mogelijkheden van cross-selling optimaal te benutten. Het is echter wel een nadeel dat, wanneer een deel van de leningen zelf gefinancierd moet blijven worden, dit mogelijk verstrekt moet worden tegen een rentepercentage onder de eigen vermogenskostenvoet.

De liquiditeit die een beursnotering kan bieden is een toegevoegde waarde, maar voor institutionele beleggers is deze beperkt. Over het algemeen zullen zij voor de lange termijn instappen en niet veel handelen. Bovendien is het, zeker in een nog niet zo ver ontwikkelde markt, niet mogelijk grote bedragen via de beurs te verhandelen. Een beursnotering maakt het fonds wel toegankelijker voor kleinere en internationale beleggers.

De mogelijkheid om een realistische prijs te vormen wordt betwijfeld, maar in principe kan deze door vraag en aanbod gevormd worden.

Het zou de transparantie van de belegging verbeteren, maar er zou wel minder bedrijfsspecifieke informatie openbaar kunnen worden gemaakt.

Het zou pas vanaf een voldoende grote omvang efficiënt genoeg zijn om het fonds te noteren, vanaf zo'n €250-500 miljoen. Hieronder zou het wel mogelijk zijn, maar zouden de kosten te hoog zijn.

Via een beursnotering zou het fonds breder kunnen worden neergezet, waardoor meer geld opgehaald kan worden. Particuliere beleggers zullen geïnteresseerd zijn om in te stappen, maar deze markt is beperkt. Of buitenlandse beleggers ook (nu al) willen instappen valt te betwijfelen. Voor buitenlandse beleggers, die minder bekend zijn met het Nederlandse mkb, zou een beursnotering wel een voordeel zijn, omdat deze de transparantie verbetert.

Een beursnotering zou ervoor zorgen dat de illiquiditeitspremie komt te vervallen, waardoor het geëiste rendement zo'n procentpunt lager kan komen te liggen. Dit verlaagt de financieringskosten van mkb-bedrijven.

6.3 Antwoord deelvraag 5 (deel 1)

Deelvraag 5: is het oprichten van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds een succesvolle oplossing? (deel 1: haalbaarheid en wenselijkheid)

Om deze deelvraag te kunnen beantwoorden zijn er negen interviews gehouden met financieringsexperts van de verschillende stakeholdersgroepen. Deze interviewresultaten zijn aangevuld met relevante literatuur.

De onderzoeksresultaten wijzen uit dat het wenselijk is dat beleggers een grotere rol gaan spelen bij mkb-financiering. In eerste instantie zou het moeten gaan om krediet met een hoger risico en een langere looptijd dan banken willen verstrekken, maar ook bij reguliere kredietverlening is het wenselijk dat beleggers een grotere rol gaan spelen.

Om beleggers te interesseren voor een mkb-kredietfonds is het in de eerste plaats belangrijk dat de rendementen in lijn liggen met de risico's, wat in het verleden onvoldoende het geval was. Het risico voor beleggers ligt hoger dan bij leningen aan het grootbedrijf, maar het verschil is te overzien. Daarnaast is goede informatie en alignment (gelijke belangen) belangrijk. Beleggers zijn bij een nieuw initiatief nog huiverig, maar zodra een fonds een goed trackrecord kan laten zien zullen beleggers gemakkelijker bereid zijn om in te stappen.

Een beursnotering zou voor Nederlandse institutionele beleggers beperkte toegevoegde waarde hebben. Ook wordt er door sommige geïnterviewden betwijfeld of er voldoende liquiditeit geboden kan worden en of het goed mogelijk is een prijs te vormen. Bovendien zou het fonds voldoende omvang (minimaal zo'n €250-500 miljoen) moeten hebben om een beursnotering efficiënt genoeg te maken. Zolang die omvang niet bereikt is, is het niet verstandig beursgenoteerd te maken.

Wanneer het echter wenselijk is dat het fonds groter wordt dan wat Nederlandse institutionele beleggers willen inleggen, moet een bredere doelgroep worden aangesproken. Dit zou volgens de geïnterviewden via een beursnotering mogelijk zijn. Dit zou de markt beter gereguleerd en toegankelijker maken. Daarnaast zou de illiquiditeitspremie komen te vervallen, waardoor de rente met zo'n ongeveer een procentpunt zou kunnen dalen. Om dit mogelijk te maken zou de markt wel eerst verder ontwikkeld moeten worden.

Het oprichten van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds zou dus op termijn zeker een succesvolle oplossing kunnen zijn om de financieringsmogelijkheden voor het midden- en kleinbedrijf verder te verbeteren. Het is echter wel belangrijk dat de mkb-financieringsmarkt voldoende ontwikkeld is en dat dit fonds goed wordt opgezet.

7 Opzet van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds

In dit hoofdstuk wordt op basis van de interviewresultaten en literatuuranalyse de gewenste opzet van het fonds besproken. De interviewresultaten per vraag zijn te vinden in bijlage B. Hierbij wordt eerst de wenselijke juridische en fiscale structuur beschreven. Vervolgens wordt de wenselijke opzet met betrekking tot de kredietverstrekkers en het fondsbeheer beschreven. Ten slotte wordt de wenselijke aanpak met betrekking tot de kredietverstrekking beschreven. Hiermee wordt, aanvullend op hoofdstuk zes, deelvraag vijf beantwoord.

Deelvraag 5: is het oprichten van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds een succesvolle oplossing? (deel 2: opzet)

7.1 Juridische en fiscale structuur

Allereerst is de wenselijke juridische en fiscale structuur van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds onderzocht. Hiervoor is de volgende interviewvragen aan het panel voorgelegd:

1 Hoe kan het fonds op juridisch en fiscaal vlak het beste gestructureerd worden?

De antwoorden op deze interviewvraag zijn aangevuld met relevante literatuur.

De juridische en fiscale structuur is een essentieel punt voor een mkb-kredietfonds om succesvol te kunnen zijn. Zoals beschreven in paragraaf 1.1 en 2.3 is het probleem bij banken voor een groot deel het gevolg van belastingplicht. In het verleden is, om onder andere de belastingdruk te minimaliseren, het percentage eigen vermogen zo laag mogelijk gehouden. Nu er door nieuwe regelgeving een minimumeis is gesteld aan het eigen vermogen, verhoogt dit de belastingplicht van banken. Dit is één van de redenen waarom de financieringskosten van banken stijgen.

Bij een mkb-kredietfonds is het de bedoeling dat de beleggers rechtstreeks beleggen in het mkb-krediet, waardoor het fonds in principe met 100% eigen vermogen gefinancierd wordt. Als echter over de volledige rente die het fonds van de mkb-bedrijven ontvangt vennootschapsbelasting betaald moet worden, heeft dit een negatief effect op de financieringskosten.

Een andere mogelijkheid zou zijn om het fonds met vreemd vermogen te financieren: het fonds zou dan obligaties uitgeven (in plaats van aandelen). Hierbij zou echter sprake zijn van een matchingsprobleem, doordat de rente die beleggers ontvangen niet mee kan bewegen met de rendementen van het fonds.

Voor fondsen die investeren in beursgenoteerde obligaties speelt dit probleem niet, omdat hier speciale fiscale regels voor gelden. Om te onderzoeken of hier bij een beursgenoteerd mkb-kredietfonds ook een oplossing voor mogelijk is, is onderzocht hoe het NL Ondernemingsfonds, waarvoor hetzelfde geldt, fiscaal en juridisch gestructureerd is en welke regelgeving er op dit gebied is.

Interviewresultaten vraag 1: juridische en fiscale structuur

Hoe kan het fonds op juridisch en fiscaal gebied het beste gestructureerd worden?	bank	fondsbeheer	beursplatform
Rechtsvorm NL Ondernemingsfonds		FGR	FGR
Matchingsprobleem NL Ondernemingsfonds		Nee	
Belastingplicht NL Ondernemingsfonds		Nee	Nee
Fiscaal nadeel beursnotering	Nee		Nee

Figuur 31

Van de drie geïnterviewde experts geven er twee aan dat het NL Ondernemingsfonds als juridische structuur gekozen heeft voor een fonds voor gemene rekening (FGR), waarbij er volgens één expert geen belastingplicht is en volgens twee experts ook geen matchingsprobleem is. Ook geven twee experts aan dat een beursnotering geen fiscale nadelen tot gevolg zou hebben.

Literatuuranalyse vraag 1: juridische en fiscale structuur

Bij een FGR worden er echter wel voorwaarden gesteld aan de belastingvrijstelling.

“In tegenstelling tot de wettelijke bepalingen, wordt in het spraakgebruik onderscheid gemaakt tussen enerzijds open fondsen voor gemene rekening, (....) en anderzijds besloten fondsen voor gemene rekening. Deze laatsten zijn onder voorwaarden fiscaal transparant, dat wil zeggen dat zij niet belastingplichtig zijn voor de vennootschapsbelasting.”

“Van een zogenoemd open fonds voor gemene rekening is sprake, wanneer de participaties vrij verhandelbaar zijn. Dat wil zeggen dat voor de vervreemding van de participaties niet de toestemming van alle participanten nodig is. Zo’n open fonds voor gemene rekening is belastingplichtig voor de vennootschapsbelasting.”

(Wetten.overheid.nl, onbekend)

Het feit dat wanneer vervreemding van de participaties zonder toestemming van alle andere participanten mogelijk is het fiscale voordeel vervalt, houdt in dat de huidige rechtsvorm van het NL Ondernemingsfonds niet mogelijk zou zijn bij een beursgenoteerd fonds, omdat daarbij vrije verhandelbaarheid essentieel is.

In plaats van een FGR zou het fonds dan dus een naamloze vennootschap moeten worden. Hiervan zouden de aandelen namelijk wel vrij verhandelbaar kunnen worden gemaakt op de beurs. Maar dit zou niet tot fiscale nadelen moeten leiden, omdat dit de wig zou vergroten tussen de rente die mkb-bedrijven moeten betalen en het rendement dat beleggers ontvangen. Hiervoor wordt over het algemeen gebruik gemaakt van twee regelingen: de vrijgestelde beleggingsinstelling (VBI) en de fiscale beleggingsinstelling (FBI).

Remmers (2013) geeft aan dat er, om aanspraak te maken op het VBI-regime, uitsluitend belegd mag worden in financiële instrumenten, als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht. Hierin staat dat uitsluitend belegd mag worden in liquide effecten. Aangezien mkb-leningen geen liquide beleggingen zijn kan op deze regeling geen aanspraak worden gemaakt.

De andere mogelijkheid is dus de FBI-regeling. Zwagemaker (2009) zei hierover het volgende:

“de beleggingsinstelling wordt onderworpen aan een tarief van 0%, waardoor economische dubbele heffing wordt voorkomen. Zonder deze faciliteit zou de beleggingsinstelling getroffen worden door heffing van de vennootschapsbelasting, en de achterliggende beleggers, na dividenduitkering, door de inkomstenbelasting. Bij een ingrijpende wijziging van het regime in 1990 werd uitdrukkelijk gewezen op de functie van de beleggingsinstelling als intermediair tussen de oorspronkelijke belegger en de beleggingsobjecten, die het tarief van nul procent rechtvaardigt. Om voor dit gunstige regime in aanmerking te komen moet worden voldaan aan de cumulatieve vereisten van art. 28 Wet VPB, die ik hieronder zal toelichten.

(...)

Beleggingsvereiste (art. 28 lid 2 aanhef Wet VPB)

Zowel het (statutaire) doel als de feitelijke werkzaamheid van het lichaam mag uitsluitend uit het beleggen van vermogen bestaan. Hoewel dit beleggingsbegrip niet in art. 28 Wet VPB is vastgelegd, heeft de staatssecretaris later verduidelijkt dat van beleggen sprake is indien ‘de werkzaamheden naar hun aard en omvang zijn gericht op het verkrijgen van een rendement dat mag worden verwacht bij normaal vermogensbeheer. Een concrete norm is hier door de wetgever niet gegeven, maar gezien de ratio van de FBI-faciliteit ligt het voor de hand om aan te sluiten bij het begrip beleggen zoals dat bekend is in de inkomstenbelasting. Doorslaggevend is de vraag ‘of dat subject activiteiten verricht of doet verrichten en daarbij risico’s aanvaardt die het normale vermogensbeheer niet te boven gaan. Om beleggingsinstellingen zo veel mogelijk gelijk te schakelen met individuele particuliere beleggers is de oude limitatieve opsomming van beleggingsobjecten per 1990 geschrapt.’

Aangezien de werkzaamheden van een mkb-fonds ‘naar hun aard en omvang zijn gericht op het verkrijgen van een rendement dat mag worden verwacht bij normaal vermogensbeheer’, en het

‘activiteiten verricht of doet verrichten en daarbij risico’s aanvaardt die het normale vermogensbeheer niet te boven gaan’, zou het voor een mkb-fonds mogelijk zijn erkend te worden als FBI, waardoor het fonds onderworpen wordt aan 0% vennootschapsbelasting. Hiermee kan dus belastingvrijstelling worden gerealiseerd.

De huidige rechtsvorm van het NL Ondernemingsfonds, een fonds voor gemene rekening (FGR), is in het geval van een beursnotering minder gunstig, aangezien hiermee de belastingvrijstelling vervalt. Een naamloze vennootschap zou een goede rechtsvorm zijn, waarbij gebruik kan worden gemaakt van de fiscale beleggingsinstellingsregeling (de FBI). Dit zorgt voor belastingvrijstelling, waardoor een beursnotering geen negatieve fiscale gevolgen heeft.

7.2 Kredietverstrekkers en beheer

Vervolgens is de wenselijke opzet met betrekking tot de kredietverstrekkers en het beheer onderzocht. Hiervoor zijn de volgende interviewvragen aan het panel voorgelegd:

- 1 Welke partijen kunnen kredieten gaan verstrekken? Alleen traditionele grootbanken of is er ruimte voor nieuwe kredietverstrekkers?
- 2 Kunnen verschillende kredietverstrekkers samen in één fonds worden geplaatst, of zou een individueel fonds per verstrekker beter werken?
- 3 Is een fondsbeheerder boven de kredietverstrekkers wenselijk?
- 4 Welk deel van de leningen kan vanuit het fonds worden gefinancierd en welk deel moet de verstrekker op eigen balans houden?
- 5 Hoe hoog is de beheerfee?

De antwoorden op deze interviewvragen zijn aangevuld met relevante literatuur.

Interviewresultaten vraag 1: kredietverstrekkers

	Welke partijen kunnen kredieten gaan verstrekken?					
	mkb	EZ	alternatieve financiers	fonds-beheer	beurs-platform	institutionele beleggers
Grootbanken	Eerste aanspreekpunt, meeste informatie, efficiënt, op korte termijn essentieel		Veel bijzonder beheer, slechte risicoinschatting, kosten-inefficiënt		Veel kwaliteit, bewezen processen, expertise & systemen, goede risico-inschatting	Goede beheerder krediet-portefeuille, 90% marktaandeel
Nieuwe partijen	Wenselijk, maar eerst beoordeling kwaliteit & betrouwbaarheid door beheerder	Kredietunies goed in staat risico's te beoordelen	Betere monitoring dan banken en lage selectiekosten door goede systemen	Mogelijk, zolang ze aan eisen voldoen		Moeilijk, tenzij oud-bankiers, kennis, kunde & betrouwbaarheid beoordelen

Figuur 32

Drie experts geven aan dat de grootbanken efficiënte processen hebben en bewezen hebben risico's goed te kunnen inschatten. De vertegenwoordiger van alternatieve financiers geeft echter aan dat

grootbanken kosteninefficiënt zijn en dat ze veel mkb-bedrijven in bijzonder beheer hebben zitten, wat aangeeft dat ze helemaal niet zo goed in staat zijn het risico in te schatten.

Drie experts geven aan dat het mogelijk moet zijn voor nieuwe partijen om samen te werken met het fonds, maar dat dan wel hun kwaliteit en betrouwbaarheid beoordeeld moet zijn. De vertegenwoordiger van institutionele beleggers geeft aan dat het wel moeilijk is om een nieuwe organisatie op te zetten, maar de vertegenwoordiger van het EZ geeft aan dat kredietunies goed in staat zijn risico's te beoordelen en de vertegenwoordiger van alternatieve financiers geeft aan dat nieuwe partijen juist betere monitoring en lage selectiekosten hebben door goede systemen.

Literatuuranalyse vraag 1: kredietverstrekkers

In het rapport van het NII (2014) wordt aangegeven dat de betrokkenheid van de grootbanken één van de randvoorwaarden voor een succesvol fonds is. Daarnaast wordt echter ook de mogelijkheid ontvouwd om een fonds te vormen op het gebied van co-financiering met andere partijen dan banken, waarbij kredietunies als voorbeeld worden genoemd. Wel wordt hierbij gezegd dat kredietunies om het succesvol te maken samen moeten werken met banken, omdat bedrijven altijd afhankelijk zullen blijven van banken. Bovendien zou er bij kredietunies nog professionalisering moeten plaatsvinden voor dit mogelijk is.

Zoals in paragraaf 1.1 beschreven, heeft Biesheuvel in 2013 aangegeven dat hij kritisch is op de huidige banken. Hij vindt dat bij bankiers het timmermansoog ontbreekt, waardoor ze niet op één lijn liggen met ondernemers. Als dit daadwerkelijk het geval is, is het belangrijk dat er ruimte is voor ontwikkelingen en nieuwe partijen op de mkb-financieringsmarkt.

Interviewresultaten vraag 2: gezamenlijk of individuele fondsen

Kunnen verschillende kredietverstrekkers samen in één fonds worden geplaatst, of zou een individueel fonds per verstrekker beter werken?				
bank 1	bank 2	fondsbeheer	beursplatform	institutionele beleggers
Samenwerking belangrijk, betere spreiding	Centraal mezzanine fonds efficiëntst, huisfondsen mogelijk	Geen toegevoegde waarde, betere spreiding	Geen toegevoegde waarde	Landelijke aanpak, huisfondsen geven governance-issues

Figuur 33

De geïnterviewden zijn het er over eens dat samenwerking, zeker aan het begin, belangrijk is en individuele fondsen geen toegevoegde waarde zouden bieden. De vertegenwoordiger van bank 2 geeft echter aan dat huisfondsen wel mogelijk zouden zijn, terwijl de vertegenwoordiger van institutionele beleggers aangeeft dat dit governance-issues tot gevolg zou hebben.

Interviewresultaten vraag 3: wenselijkheid fondsbeheerder

Is een fondsbeheerder boven de kredietverstrekkers wenselijk?				
mkb	fondsbeheer	beursplatform	institutionele beleggers	particuliere beleggers
Ja, zeker in begin, waarborgen kwaliteit	Ja, waarborgen kwaliteit	Ja, beoordelen aantrekkelijkheid lening	Ja, onafhankelijke beslissing, nog organisatie opbouwen, gerenommeerde partij	Ja, waarborgen kwaliteit en informatievoorziening, gerenommeerde partij

Figuur 34

Alle vijf experts geven aan dat het wenselijk is dat er boven de kredietverstrekkers een fondsbeheerder wordt aangesteld. Deze kan de kwaliteit van de leningen waarborgen en de aantrekkelijkheid voor de

beleggers beoordelen. De vertegenwoordigers van beleggers geven aan dat dit gedaan moet worden door een betrouwbare, gerenommeerde partij.

Interviewresultaten vraag 4: eigen participatie kredietverstrekker

Welk deel van de leningen moet de verstrekker op eigen balans houden?						
mkb	EZ	bank 1	bank 2	fondsbeheer	institutionele beleggers	particuliere beleggers
Co-financiering blijft belangrijk	50% erg hoog, minimaal 5%	Kan lager dan 50%, 5% erg laag, misschien 25%	Bij achtergestelde leningen niet mogelijk, ook niet nodig	50% houden	Misschien lager dan 50%, maar blijft belangrijk	Substantieel deel, minimaal 1/3e

Figuur 35

Zes van de zeven geïnterviewde experts geven aan dat het wenselijk is dat banken zelf een deel van de lening blijven verstrekken, zodat er alignment gecreëerd wordt. De vertegenwoordiger van bank 2 geeft echter aan dat dit bij achtergestelde leningen niet mogelijk, en ook niet nodig is. Vier experts geven aan dat een kleiner deel dan 50%, wat bij het NL Ondernemingsfonds het geval is, wel mogelijk zou zijn. Als ondergrens worden percentages van 5%, 25% en 33% genoemd.

Literatuuranalyse vraag 5: beheerfee

Wanneer er een fondsbeheerder wordt aangesteld brengt dit uiteraard extra kosten met zich mee. Tussen de ontvangen rente en het rendement dat beleggers ontvangen ontstaat een wig, door de fee die aan de kredietverstrekker wordt toegekend, de kosten van een beursnotering, de kosten van een fondsrating en de fee die aan de beheerder wordt toegekend. Om beleggers te interesseren moeten de kosten worden verwerkt in de rente die de kredietnemers, de mkb-bedrijven, betalen. Om deze zo laag mogelijk te houden is het dus belangrijk dat de kosten zo laag mogelijk gehouden worden. Het beheerproces moet dus zo efficiënt mogelijk verlopen, zonder dat de kwaliteit van het fonds hierdoor in het geding komt. De exact benodigde beheerfee zal zich moeten gaan uitwijzen.

Er is veel vertrouwen in de kwaliteiten van de grootbanken op het gebied van risicobeoordeling en de efficiëntie van hun processen. Nieuwe partijen zouden om samen te werken met het fonds eerst beoordeeld moeten worden op kwaliteit en betrouwbaarheid. Maar niet iedereen is positief over de grootbanken. Verschillende partijen zien het als wenselijk dat er een frisse wind gaat waaien door de financiële sector. Zeker aan het begin is het belangrijk dat verschillende kredietverstrekkers samenwerken in één fonds. Ook op termijn zou de toegevoegde waarde van individuele fondsen beperkt zijn. Een fondsbeheerder is belangrijk om de kwaliteit van de leningen te waarborgen en deze te beoordelen op aantrekkelijkheid. Het wordt over het algemeen als belangrijk gezien dat kredietverstrekkers een deel van de leningen in eigen bezit houden. Dit kan minder dan de helft zijn, maar het blijft nodig dat dit deel substantieel is. Het is belangrijk om de beheerkosten tot een minimum te beperken, zonder dat hierdoor de kwaliteit van de leningen in het fonds onvoldoende gewaarborgd kan worden.

7.3 Kredietverstrekking

Ten slotte is de wenselijke opzet met betrekking tot de kredietverstrekking onderzocht. Hiervoor zijn de volgende interviewvragen aan het panel voorgelegd:

- 1 Is, naast een risicoavers fonds, een mezzanine fonds voor achtergestelde leningen wenselijk? Kunnen deze gelijktijdig worden opgezet, of eerst alleen een risicoavers fonds?
- 2 Hebben mkb-bedrijven behoefte aan langere termijnfinanciering dan banken aanbieden? Zouden beleggers dit kunnen bieden?
- 3 Vanaf welke omvang kunnen leningen verstrekt worden die rendabel zijn?
- 4 Wie kan de rente vaststellen en hoe kan dit gebeuren?

De antwoorden op deze interviewvragen zijn aangevuld met relevante literatuur.

Interviewresultaten vraag 1: mezzanine fonds voor achtergestelde leningen

		Is een mezzanine fonds voor achtergestelde leningen wenselijk?						
		mkb	EZ	bank 1	bank 2	alternatie- ve financiers	institutio- nele beleggers	particulie- re beleggers
Voor mkb wenselijk	Ja, erg belangrijk	Ja, is behoefte aan, voor bedrijf zelf wel risicovol, niet altijd geschikt	Nee, niet geschikt voor mkb, te inge- wikkeld	Ja, grootste probleem	Ja, verbetert financie- ringsmoge- lijkheden, convertible leningen helemaal goed	Ja, belangrijk probleem, beperkte om-vang nodig, vlieg- wiel, snel lanceren		
	Ja	Ja		Risicovol, steun over- heid nodig, efficiënte selectie via banken essentieel		Ja, zolang kosten laag zijn en rendement hoog genoeg	Lastig, niet enthousiast over achter- gesteld, erg risicovol, high yield op high yield	

Figuur 36

Vijf van de zes experts geven aan dat het voor het mkb wenselijk is dat er achtergestelde leningen verstrekt worden vanuit een mezzanine fonds. De vertegenwoordiger van bank 1 geeft echter aan dat dit niet geschikt is voor het mkb.

Drie experts geven aan dat dit interessant kan zijn voor beleggers. Twee geven echter aan dat dit risicovol is.

Literatuuranalyse vraag 1: mezzanine fonds voor achtergestelde leningen

In het rapport van de NII (2014) staat dat een belangrijk deel van de financieringsaanvragen van het mkb alleen worden afgewezen door de verzwakte balanspositie. Dit is vertaald in een concrete propositie voor het oprichten van een fonds dat achtergestelde leningen verstrekt aan, in principe gezonde, mkb-bedrijven, zodat het resterende deel door banken kan worden gefinancierd. Er wordt vermeld dat institutionele beleggers mogelijkheden zien om deze financiering te bieden. Er zou in 2014 een financieringsbehoefte zijn van €2,5 miljard van leningen tot €5 miljoen, die niet door banken

kan worden ingevuld door de zwakke balanspositie van de desbetreffende mkb-bedrijven. Er wordt ingeschat dat 25% hiervan door achtergestelde leningen moet worden ingevuld om in aanmerking te komen voor bancaire financiering, waardoor een fonds voor €650 miljoen per jaar een oplossing zou bieden. Vanwege het risicoprofiel zou een bijpassend rendement noodzakelijk zijn, wat waarschijnlijk boven de 10% zal moeten liggen.

Interviewresultaten vraag 2: lange termijnfinanciering

	Hebben mkb-bedrijven behoefte aan langere termijnfinanciering dan banken aanbieden, en kunnen beleggers dit bieden?				
	mkb	EZ	bank	institutionele beleggers	particuliere beleggers
Behoefte mkb	Beperkt, maar sommigen wel	Ja	Beperkt		
Interesse beleggers		Voor institutionele beleggers interessanter dan voor banken	Voor institutionele beleggers interessanter dan voor banken	>5 jaar aantrekkelijk voor beleggers, niet voor banken	Lange looptijd in principe geen probleem voor beleggers

Figuur 37

Twee experts geven aan dat er maar beperkte behoefte is aan langlopende leningen. De vertegenwoordiger van EZ zegt dat hier behoefte aan is. De geïnterviewden zijn het er over eens dat deze leningen interessanter zijn voor beleggers dan voor banken.

Interviewresultaten vraag 3: minimale omvang leningen

	Vanaf welke omvang kunnen leningen verstrekt worden die rendabel zijn?				
	mkb	bank 1	bank 2	alternatieve financiers	institutionele beleggers
Bedrag	Op termijn <€10 miljoen goed mogelijk, <€150.000 twijfelachtig				<€10 Miljoen mogelijk, <€1 miljoen twijfelachtig
Efficiëntie		Technologische ontwikkelingen bieden mogelijkheden	Proces automatiseren en leunen op social due diligence crowdfunding, maar niet mogelijk voor elke case	Geautomatiseerde dataverzameling en monitoring maakt proces efficiënt	
Kwaliteit waarborgen		portefeuille-analyse noodzakelijk			Portefeuille-analyse en alignment noodzakelijk

Figuur 38

Twee experts geven aan dat een dergelijk fonds interessant kan zijn voor leningen die kleiner zijn dan €10 miljoen (de huidige ondergrens van het NL Ondernemingsfonds). Wel betwijfelen ze of dit ook kan gelden voor de onderkant van het mkb. Als voorbeeld worden hier bedragen genoemd van €150.000 en €1 miljoen.

Drie experts geven aan dat via technologische ontwikkelingen het proces verder geautomatiseerd kan worden. Hiermee zou een efficiëntieslag gemaakt kunnen worden en zouden ook kleinere leningen rendabel kunnen worden.

Twee experts geven aan dat een steekproefsgewijze portefeuilleanalyse door de fondsbeheerder noodzakelijk zou zijn om de kwaliteit van kleinere leningen te blijven waarborgen.

Literatuuranalyse vraag 3: minimale omvang leningen

In het rapport van de NII (2014) wordt ook beschreven dat de mogelijkheden onderzocht worden voor een fonds voor leningen aan het onderste deel van het mkb, met als bovengrens €2 miljoen. Hierbij zou gedacht kunnen worden aan 50-50 financiering met banken, met toetsing achteraf en/of het steekproefsgewijs meelopen, waarbij vooraf aan de bank duidelijk wordt gemaakt welk risico het fonds wil lopen en welk rendement hiervoor behaald moet worden. Er wordt echter wel gesignaleerd dat banken momenteel, door cross-sellingbelangen, aanzienlijk lagere rentes in rekening brengen dan beleggers wensen.

Analyse vraag 4: rente

De wijze waarop de rente bepaald dient te worden is niet nadrukkelijk in de interviews naar voren gekomen. Het wordt echter wel als belangrijk gezien dit aspect kort naar voren te laten komen. Hierbij zijn de mogelijkheden en de wenselijke situatie logisch beredeneerd.

Het benodigde rentepercentage om een lening interessant te maken voor het fonds kan naar verwachting het beste door de fondsbeheerder vastgesteld worden. Deze zal minimaal gelijk moeten zijn aan het door de beleggers gewenste rendement met een opslag voor de kosten (zoals de fee voor de kredietverstrekker, beheerder, de kosten voor de beursnotering, enzovoorts). Om het door de beleggers gewenste rendement te achterhalen kan de betreffende lening vergeleken worden met een gelijkwaardige openbaar verhandelde obligatie (met een gelijkwaardig risicoprofiel en looptijd). Om het risicoprofiel meetbaar te maken zal voor de leningen een ratingindicatie gegeven moeten worden. Zoals in paragraaf 6.1 beschreven is hiervoor nog geen bruikbaar eenduidig model ontwikkeld. Aangezien het proces door de kredietverstrekker wordt uitgevoerd zal deze over het algemeen de ratingindicatie en het rentepercentage moeten vaststellen. Dit is zeker het geval wanneer de fondsbeheerder zich beperkt tot portefeuilleanalyse. Hierbij is het van belang dat de fondsbeheerder de gewenste minimale rentepercentages vaststelt, afhankelijk van de verschillende rating- en looptijdcategory's. De kredietverstrekker kan dan op basis van deze gegevens de rente vaststellen. Na afloop kan de fondsbeheerder dan steekproefsgewijs controleren of de kredietverstrekker dit proces wenselijk en consequent uitvoert.

Het is voor wenselijk dat er ook achtergestelde leningen worden verstrekt aan het mkb. Dit bevordert de financieringsmogelijkheden. Hier is veel behoefte aan. Wel moet dit gepaard gaan met hoge rentes om beleggers te interesseren. Voor beleggers is dit een risicovolle investering. Aan lange termijnfinanciering is beperkt behoefte vanuit het mkb, maar wanneer dit wel het geval is, is dit voor beleggers interessanter dan voor banken. Het is moeilijk om kleine leningen rendabel genoeg te maken om beleggers voor te interesseren. Hiervoor is een efficiënte selectie en monitoring essentieel. Hier zou door middel van technologische ontwikkelingen een automatiseringsslag in plaats kunnen vinden. De vereiste rente kan het beste bepaald worden door de fondsbeheerder. Hiervoor is het belangrijk dat er een eenduidig model wordt ontwikkeld waarmee het risicoprofiel meetbaar wordt gemaakt, zodat hier vaste rendementseisen aan verbonden kunnen worden.

7.4 Antwoord deelvraag 5 (deel 2)

Deelvraag 5: is het oprichten van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds een succesvolle oplossing? (deel 2: opzet)

De best passende rechtsvorm van een dergelijk fonds zou een naamloze vennootschap zijn. Door aangemerkt te worden als fiscale beleggingsinstelling kan belastingvrijstelling gerealiseerd worden.

De meeste experts geven aan dat de kredietverstrekking door de grootbanken verzorgd moet worden, omdat zij bewezen zouden hebben dit goed en efficiënt te kunnen. Maar ook voor andere partijen zou het mogelijk moeten zijn om samen te werken met het fonds, zolang bewezen is dat ze dit efficiënt kunnen en de risico's goed kunnen beoordelen. Het is belangrijk dat er ruimte is voor ontwikkelingen en nieuwe partijen, zodat de afhankelijkheid van de huidige grootbanken verminderd wordt.

Uit de interviews komt naar voren dat het zeker aan het begin belangrijk zou zijn dat de kredietverstrekkers samenwerken via één fonds en dat ze niet individuele fondsen gaan opzetten. Zo kan het fonds gemakkelijker van de grond worden gekregen. Ook op termijn zou de toegevoegde waarde van individuele fondsen beperkt zijn.

Het is belangrijk dat een fondsbeheerder controleert of de aangeleverde leningen voldoen aan de eisen. Dit proces moet wel efficiënt worden uitgevoerd.

Een eigen bijdrage van de kredietverstrekkers in de leningen wordt belangrijk gevonden om alignment (gelijke belangen) te creëren. Dit kan wellicht lager worden dan 50%, maar moet wel een substantieel deel blijven.

Naast een fonds voor regulier zakelijk krediet zou ook een mezzanine fonds, waaruit achtergestelde leningen worden verstrekt, volgens de meeste geïnterviewden wenselijk zijn. Hier zou momenteel het meeste behoefte aan zijn bij mkb-bedrijven. Hier zou echter wel een hoog rentepercentage tegenover moeten zijn. Bovendien is het de vraag of veel beleggers hier in durven te beleggen. Het fonds zou echter relatief klein kunnen blijven, omdat het als een vliegwiél kan werken voor aanvullende financiering.

Uit de interviews blijkt dat lange termijnfinanciering erg geschikt zou zijn voor een dergelijk fonds, aangezien banken hier meer moeite mee hebben en het voor beleggers geen probleem is dit te verstrekken. De behoefte hieraan zou volgens de geïnterviewden echter beperkt zijn, doordat het mkb met name met kortlopende leningen is gefinancierd.

Het valt te betwijfelen of kleine leningen, van minder dan €1 miljoen, rendabel genoeg kunnen zijn voor een beleggingsfonds. Om deze aantrekkelijk te maken is een efficiënt selectie- en monitoringsproces essentieel. Hierbij zouden technologische ontwikkelingen de mogelijkheden kunnen verbeteren.

De rente kan naar verwachting het beste worden vastgesteld door de fondsbeheerder. Hiervoor is het belangrijk dat het rentepercentage kan worden bepaald aan de hand van een kredietwaardigheidsrating, waarvoor een eenduidig model moet worden ontwikkeld.

8 Conclusie en aanbevelingen

In dit hoofdstuk wordt op basis van de resultaten, zoals beschreven in hoofdstuk zes en zeven, een conclusie gegeven met betrekking tot de haalbaarheid en wenselijkheid van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds, en de wenselijke opzet hiervan. Ook worden er aanbevelingen gedaan over hoe de juiste randvoorwaarden kunnen worden gecreëerd, zodat een dergelijk fonds succesvol kan zijn.

Onderzoeksvraag: in hoeverre is een beursgenoteerd mkb-kredietfonds een geschikt instrument om de financieringsmogelijkheden voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf te verbeteren?

8.1 Haalbaarheid en wenselijkheid beursgenoteerd mkb-kredietfonds

Er kan geconcludeerd worden dat het in de toekomst wenselijk is dat beleggers een groter aandeel gaan krijgen in de mkb-financieringsmarkt. Met name de gebieden waar banken zich terughoudend opstellen, bij risicodragende en langlopende financiering, verdienen prioriteit. Maar daarnaast is het, om de financieringskosten voor mkb-bedrijven te beperken, wenselijk dat ook reguliere seniorleningen meer door beleggers worden gefinancierd. Door de nieuwe regelgeving zal de vermogenskostenvoet van banken naar verwachting namelijk hoger worden dan die van beleggers.

Om beleggers te interesseren voor een mkb-kredietfonds is het belangrijk dat het verwachte rendement voldoende het risico compenseert. Dit was in het verleden onvoldoende het geval, waardoor mkb-bedrijven wellicht te maken zullen krijgen met stijgende rentes. Het risico op mkb-leningen is gemiddeld genomen wat hoger dan bij leningen aan het grootbedrijf, maar dit verschil is beperkt. Het is ook belangrijk dat beleggers goede eenduidige informatie over de mkb-leningen tot hun beschikking hebben, waarmee ze een goed oordeel kunnen vormen over de belegging. Dit is nog onvoldoende beschikbaar, waardoor hier nog aan gewerkt moet worden.

Het zou voor beleggers interessant zijn om toegang te hebben tot een nieuwe asset class, waardoor ze hun beleggingsportefeuille beter kunnen diversificeren.

Het is belangrijk om voor alignment (gelijke belangen) met de kredietverstrekkers te zorgen, zodat beleggers er op kunnen vertrouwen dat ze geen onverantwoorde risico's zullen nemen. Hiervoor is ook een onafhankelijke fondsbeheerder met de benodigde expertise belangrijk.

Om beleggers op grote schaal te kunnen interesseren is het belangrijk dat een fonds eerst op kleinere schaal kan bewijzen een aantrekkelijk rendement te kunnen behalen en in staat is het proces zorgvuldig en efficiënt uit te voeren.

Een beursnotering zou een toegevoegde waarde kunnen zijn voor een mkb-kredietfonds, omdat het de beleggers liquiditeit biedt en het voor beleggers gemakkelijker maakt om in te stappen. Voor het interesseren van grote Nederlandse institutionele beleggers zou de toegevoegde waarde echter beperkt zijn, omdat ze minder gemakkelijk kunnen handelen, over het algemeen niet veel zullen willen handelen en ook individueel benaderbaar zijn. Zolang bij deze partijen al voldoende geld opgehaald kan worden zou het alleen maar onnodige kosten veroorzaken, waardoor een beursnotering niet verstandig zou zijn.

Wanneer er echter meer geld opgehaald dient te worden dan dat Nederlandse institutionele beleggers bereid zijn in te leggen (wat waarschijnlijk is als het aandeel van banken op de mkb-financieringsmarkt daadwerkelijk met tientallen procenten zal afnemen), is het belangrijk dat het fonds breder kan worden neergezet. Hiervoor zou enerzijds naar Nederlandse particuliere beleggers kunnen worden gekeken, voor wie een beursnotering een grote toegevoegde waarde zou bieden. Maar de omvang van deze markt is beperkt. Daarom zou het wenselijk zijn om een internationale markt te ontwikkelen, waarbij buitenlandse beleggers worden geïnteresseerd voor het fonds. Zij hebben immers, net als Nederlandse beleggers, belang bij een geografisch gespreide beleggingsportefeuille. Door middel van een beursnotering zou het fonds een stuk zichtbaarder worden en zouden buitenlandse beleggers een stuk gemakkelijker toegang hebben tot het fonds. Wanneer in andere landen gelijksoortige fondsen zouden worden opgezet zou hiermee een internationale wisselwerking kunnen worden gecreëerd. Deze zouden samen een internationale mkb-index kunnen gaan vormen.

Naar mate het aantal beleggers in het fonds toeneemt, zal er ook meer in het fonds gehandeld worden. Dit verbetert de liquiditeit van het fonds.

De prijsvorming zou bij een beursnotering aan het begin wellicht stroef verlopen, aangezien beleggers nog maar beperkte ervaring hebben met de waarde van de onderliggende leningen. Maar dit zou door goede informatievoorziening verholpen kunnen worden, waardoor de markt van vraag en aanbod goed op gang zou kunnen komen. Deze prijs geeft de beleggers continu inzicht in de marktwaarde van hun belegging.

Wellicht is het verstandig om het fonds eerst kleinschalig en met een beperkt aantal beleggers op te starten, om het fonds goed vorm te kunnen geven. Maar zodra het fonds zich bewezen heeft, zou een beursnotering zeker toegevoegde waarde kunnen bieden.

Bij een beperkte omvang zou het wel mogelijk zijn om het fonds op de beurs te noteren, maar zouden de kosten erg hoog zijn in verhouding tot de renteopbrengsten. De minimale omvang van €250-500 miljoen, die bij een reguliere bedrijfsobligatie geldt, zou hierbij een goede ondergrens zijn. Zodra een dergelijk fonds die omvang bereikt, zou een beursnotering overwogen kunnen worden.

De potentiële omvang van het fonds zal waarschijnlijk op korte termijn niet veel toenemen door middel van een beursnotering. De binnenlandse beleggingsmarkt wordt grotendeels gedomineerd door grote institutionele beleggers, die niet extra geïnteresseerd zouden kunnen worden door middel van een beursnotering. Bovendien zou het eerste jaar slechts €650 miljoen opgehaald hoeven te worden voor een mezzanine fonds, waarbij een selecte groep grote beleggers zou volstaan.

Maar als de Nederlandse mkb-financieringsmarkt op termijn een grote transitie gaat doormaken, waarbij het aandeel van banken, richting het model van de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, met tientallen procenten zal dalen en de kapitaalmarkt in toenemende mate belangrijk wordt, zal het fonds een omvang van zeker tientallen miljarden euro's moeten gaan bereiken. Hierbij zou een beursnotering nodig zijn om een voldoende grote markt te kunnen bereiken.

Doordat de illiquiditeitspremie, die beleggers eisen zolang de belegging niet liquide verhandelbaar is, bij een beursnotering komt te vervallen, zou het bovendien een positief effect hebben op de rente die mkb-bedrijven moeten betalen. Aangezien de rentes momenteel door beleggers als onaantrekkelijk worden beschouwd, zou dit erg wenselijk zijn. Daarnaast zou het voor banken mogelijk blijven om op grote schaal een spilfunctie in de kredietverlening te blijven vervullen.

8.2 Opzet van een beursgenoteerd mkb-kredietfonds

De huidige juridische en fiscale structuur van het NL Ondernemingsfonds zou niet mogelijk zijn bij een beursgenoteerd fonds. Hiervoor zou de rechtsvorm van een FGR veranderd moeten worden in een naamloze vennootschap. Door de mogelijkheden van de FBI zou dit geen negatieve belastingeffecten hebben.

Om het fonds succesvol te maken is het essentieel om de samenwerking met de grootbanken te zoeken. Zij hebben ervaring en expertise in huis, waardoor beleggers vertrouwen zullen hebben in de kwaliteit van het fonds. De laatste jaren is er echter ook veel kritiek geweest op het huidige bankwezen. Zo zouden banken inefficiënt zijn en moeilijk kunnen schakelen met mkb-ondernemers. Hiervoor is het wellicht tijd voor een frisse wind, waarbij innovatie beter mogelijk wordt gemaakt. Het is daarom belangrijk dat ook andere partijen toegangsmogelijkheden hebben tot het fonds. Het is hierbij wel essentieel dat de kwaliteit en betrouwbaarheid van deze partijen goed wordt beoordeeld.

In eerste instantie is het belangrijk dat de krachten van de verschillende kredietverstrekkers worden gebundeld. Als ze allemaal individueel mkb-fondsen zouden opzetten zou het moeilijker zijn om deze van de grond te krijgen dan wanneer er een gezamenlijk fonds wordt opgezet. Daarom is samenwerking essentieel. Wanneer de markt op termijn verder ontwikkeld is zou het mogelijk zijn om individuele fondsen op te richten. Maar of dit veel toegevoegde waarde biedt valt te betwijfelen.

Het is belangrijk dat voor het fonds een goede beheerder wordt aangesteld. Deze kan de belangen van de beleggers vertegenwoordigen en de kwaliteit van de leningen waarborgen. Hierdoor is het risico dat banken slechte leningen in het fonds plaatsen kleiner. Het is belangrijk dat dit gebeurt door een gerenommeerde partij, waar beleggers vertrouwen in hebben. Maar momenteel zijn er nog geen partijen die hier veel ervaring mee hebben, waardoor er op dit gebied nog een ontwikkeling plaats moet vinden.

De beheerder moet periodiek nauwkeurige informatie verstrekken over de kredietportefeuille. Hierbij zou informatie verstrekt moeten worden over onder andere de kredietwaardigheid van de leningen, het defaultpercentage (het verlies op afgeschreven leningen), de rating die aan het fonds is toegekend, de renteopbrengsten en de kostenratio.

Om de alignment met de kredietverstrekkers in stand te houden is het belangrijk dat de kredietverstrekker ook zelf een deel van de verstrekte lening blijft financieren. Hierdoor blijft deze een eigen belang houden bij het waarborgen van de kwaliteit van de leningen. Wellicht zou dit in de toekomst lager kunnen worden dan de huidige 50% van het NL Ondernemingsfonds, maar het moet wel een substantieel deel blijven. De vraag is echter of het bij achtergestelde leningen wel mogelijk is dat banken meefinancieren.

De beheerfee zal tot een minimum moeten worden beperkt om de wig tussen de betaalde rente door het bedrijf en het ontvangen rendement van de beleggers tot een minimum te beperken. Hiervoor kan, zeker bij kleinere leningen, de analyse worden beperkt tot een steekproefsgewijze portefeuilleanalyse.

Het is voor het Nederlandse mkb belangrijk dat er, naast risicoaverse financiering, ook risicodragende financiering beschikbaar komt. Hiervoor zou een mezzanine fonds, waaruit achtergestelde leningen worden verstrekt, een oplossing kunnen bieden. Dit zou bovendien een vliegwiel creëren, aangezien bedrijven door deze leningen vervolgens beter in staat zijn aanvullende financiering aan te trekken. De bedrijven zullen wel een hoge rente moeten betalen om beleggers te interesseren. Het valt sowieso te betwijfelen of beleggers in grote getalen bereid zullen zijn in achtergestelde mkb-leningen te beleggen. Een overheidsgarantie zou dit vergemakkelijken.

Met name langlopende leningen zouden interessant zijn voor beleggers. Voor banken is dit momenteel een extra moeilijke categorie, terwijl voor beleggers de langere looptijd geen probleem is. De behoefte hieraan is echter wel beperkt.

De minimale omvang van leningen die in het fonds kunnen worden geplaatst is moeilijk te kwantificeren. Het is in ieder geval duidelijk dat het bij kleine leningen moeilijk is om de kostenratio laag te houden. Hierbij is het essentieel dat het proces zo efficiënt mogelijk verloopt, zonder dat dit ten koste gaat van de kwaliteit. Technologische ontwikkelingen kunnen hierin een belangrijke rol spelen, zodat het proces zo veel mogelijk geautomatiseerd kan worden.

8.3 Samenvatting

Al met al kan geconcludeerd worden dat een beursgenoteerd mkb-kredietfonds in potentie de financieringsmogelijkheden voor het mkb kan verbeteren. Dat er mkb-kredietfondsen moeten komen waarvoor het geld bij beleggers opgehaald moet worden is duidelijk. Maar ook zonder beursnotering zou hier al een aanzienlijk bedrag mee opgehaald kunnen worden bij grote Nederlandse institutionele beleggers, zolang er aan hun wensen wordt voldaan. Op termijn zou het fonds echter verder moeten groeien, waardoor het toegankelijk zou moeten worden voor een grotere groep beleggers. Hiervoor zou de openbare kapitaalmarkt goede mogelijkheden bieden.

Om een dergelijke financieringsmarkt te ontwikkelen is het belangrijk dat de informatievoorziening op dit gebied verbeterd wordt, waarbij de fondsbeheerder nauwkeurig inzicht geeft in de kredietportefeuille. De kwaliteit van deze fondsbeheerders moet ook verder ontwikkeld worden. Daarnaast moet door middel van technologische systemen een efficiëntieslag worden gemaakt, zodat ook kleine leningen interessant kunnen zijn.

Literatuurlijst

- Arnold, I., (2011), Internetspaarbanken niet middenin de samenleving. ESB 4607, p. 205-206
Baseliii.nl, (onbekend a), Basel I, geraadpleegd op 18 juni 2014, <http://www.baseliii.nl/voor-basel-iii/basel-i>
- Baseliii.nl, (onbekend b), Basel II, geraadpleegd op 18 juni 2014, <http://www.baseliii.nl/voor-basel-iii/basel-ii>
- Biesheuvel, H. (2013), Financiering moet mee-ademen met onderneming. Financieel Management 2013-1, p. 9-10
- CBS, (onbekend a), Nationale rekeningen; opbouw binnenlands product (bbp), geraadpleegd op 4 juni 2014,
<http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?DM=SLNL&PA=81117NED&D1=43&D2=a&STB=T,G1&VW=T>
- CBS, (onbekend b), Uitgebroken faillissementen; rechtsvorm en bedrijfsactiviteit (SBI 2008), geraadpleegd op 4 juni 2014,
<http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/default.aspx?DM=SLNL&PA=80158NED&D1=0%2c2&D2=0&D3=16%2c33%2c50%2c67%2c84%2c101%2c118%2c135%2c152%2c169%2c186%2c203%2c220%2c237%2c254%2c271%2c288%2c305%2c322%2c339%2c356&HDR=T%2cG2&STB=G1&VW=T>
- Commissie De Swaan, (2011), Naar een gezonde basis: bedrijfsfinanciering na de crisis, onbekend, onbekend
- Commissie Hoek, (2013), Verkenning mkb-financiering, Den Haag, onbekend
- Companyinfo.nl, (2013), Overzicht pensioenfondsen, geraadpleegd op 16 mei 2014,
<http://www.companyinfo.nl/extra-diensten/Overzichtpensioenfondsen.php>
- CPB, (2009), Hoe staat het met de kredietverlening? Centraal Economisch Plan 2009 onbekend, p. 71
- DNB, (2009), Kredietverlening aan Nederlandse bedrijven neemt af, geraadpleegd op 3 juni 2014,
http://www.dnb.nl/binaries/Kredietverlening%20aan%20Nederlandse%20bedrijven%20loopt%20terug_tcm46-214397.pdf
- DNB, (2012), Hypotheke maken banken afhankelijk van marktfinanciering, geraadpleegd op 3 juni 2014, <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2012/dnb273669.jsp>
- DNB, (2013a), Overzicht Financiële Stabiliteit, onbekend, onbekend
- DNB, (2013b), Recente ontwikkelingen bancaire kredietverlening in Nederland, onbekend, onbekend
- DNB, (2013c), Banken scherp en leenvoorwaarden mkb verder aan, geraadpleegd op 3 juni 2014,
<http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2013/dnb290999.jsp>
- DNB, (2014), Jaarverslag 2013, onbekend, onbekend
- DNB, (onbekend a), Ontwikkeling acceptatiecriteria en vraag bancaire kredietverlening bij in Nederland gevestigde mfi's, geraadpleegd op 22 april 2014,
<http://www.statistics.dnb.nl/usr/statistics/excel/t5.5nk.xls>
- DNB, (onbekend b), Vermogenscomponenten van Nederlandse huishoudens, geraadpleegd op 4 juni 2014, <http://www.statistics.dnb.nl/usr/statistics/excel/t11.1nk.xls>
- Duffhues en Roosenboom, (2011), Ondernemingsfinanciering nu en in de toekomst, onbekend, onbekend
- Europa-nu.nl (onbekend), Stresstest banken, geraadpleegd op 25 april 2014, http://www.europa-nu.nl/id/vitxll1pm1nq/stresstest_banken
- ECB (2013), Survey on acces to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area, onbekend, onbekend
- Eichholtz, P.M.A. en Graaf, N. de, (1997), De internationale vastgoedmarkt. ESB 4106, p. 395
- EIM, (2009), De gevolgen van de kredietcrisis voor de arbeidsmarkt in het mkb, Zoetermeer, onbekend
- Encyclo.nl, (onbekend a), Securitisatie, geraadpleegd op 25 april 2014,
<http://www.encyclo.nl/lokaal/10752&page=15>
- Encyclo.nl, (onbekend b), Special purposes vehicle, geraadpleegd op 25 april 2014,
<http://www.encyclo.nl/begrip/Special%20purpose%20vehicle>
- Expertgroep KMO financiering, (2007), Vermogen om te ondernemen, onbekend, onbekend

- Financieele Dagblad, (2013), Alternatieve geldbron mkb komt moeilijk van de grond, geraadpleegd op 22 mei 2014, <http://fd.nl/ondernemen/767875-1304/alternatieve-geldbron-mkb-komt-moeilijk-van-de-grond>
- Financieele Dagblad, (2014a), Banken en Robeco brengen pensioenpot bij bedrijven, geraadpleegd op 22 januari, <http://fd.nl/beurs/857403-1401/banken-en-robeco-brengen-pensioenpot-bij-bedrijven>, 13 januari 2014
- Financieele Dagblad, (2014b), Uitgifte van bedrijfsobligaties op koers voor alweer een sterk jaar, geraadpleegd op 12 maart 2014, <http://fd.nl/beurs/financiele-markten/453050-1403/uitgifte-van-bedrijfsobligaties-op-koers-voor-alweer-een-sterk-jaar>
- Financieele Dagblad (2014c), Waarom zou een pensioenfonds investeren in het NL Ondernemingsfonds?, geraadpleegd op 21 januari 2014, <http://fd.nl/economie-politiek/151183-1401/waarom-zou-een-pensioenfonds-investeren-in-het-nl-ondernemingsfonds>
- Financieele Dagblad (2014d), Mkb in Nederland stevig in herstel ondanks goeddeels gesloten kredietkraan, geraadpleegd op 2 mei 2014, <http://fd.nl/economie-politiek/929061-1405/mkb-in-nederland-stevig-in-herstel-ondanks-goeddeels-gesloten-kredietkraan>
- Financieel Management, (2013), Zeer ruime overschrijving uitgifte tweede obligatiefonds MKB Fonds, geraadpleegd op 22 mei 2014, <http://financieel-management.nl/content/view/19026/zeer-ruime-overschrijving-uitgifte-tweede-obligatiefonds-mkb-fonds>
- Fondsnieuws, (2011), Nieuw fonds voor beleggingen in mkb, geraadpleegd op 12 mei 2014, <http://www.fondsnieuws.nl/nieuws/nieuw-fonds-voor-beleggingen-mkb>
- Fondsnieuws, (2014), Euronext zet in op meer fondsnoteringen, geraadpleegd op 17 mei 2014, <http://www.fondsnieuws.nl/nieuws/euronext-zet-op-meer-fondsnoteringen>
- Goedegebuure, V., (2014), De nieuwe rol van banken bij kredietverlening, geraadpleegd op 25 maart 2014, <https://insights.abnamro.nl/nieuwe-rol-banken-kredietverlening/>
- Inberg, N., (2013), MKB Financiering: banken moeten navolging geven aan MKB Fonds, geraadpleegd op 27 mei 2014, <https://www.graydon.nl/blog/article/2013/08/13/mkb-financiering-banken-moeten-navolging-geven-aan-mkb-fonds>
- Jacobs, B., (2014), Waarom banken veel meer kapitaal moeten hebben, geraadpleegd op 3 juni 2014, <http://www.economie.nl/weblog/waarom-banken-veel-meer-kapitaal-moeten-hebben>
- Jong, E. de, (2013), Bedrijven moeten hun horizon verbreden, geraadpleegd op 22 mei 2014, <http://mena.nl/artikel/21388/erwin-de-jong-bedrijven-moeten-hun-horizon-verbreden>
- Kluis, D., de en Linden, U., van der, (2013), Toenemende behoefte aan diversiteit financiering: banken moeten rol intermediair oppakken, geraadpleegd op 22 mei 2014, <http://financieel-management.nl/content/view/18119/toenemende-behoefte-aan-diversiteit-financiering-banken-moeten-rol-intermediair-oppakken>
- Knop en Broekhuis, (2012), Méér naar de kapitaalmarkt, minder naar de bank. Controllersmagazine onbekend, p. 18-21
- KPMG, (2012), Stapelings Regelgeving, onbekend, onbekend
- Kredietunie Nederland, (2011), De kredietunie, geraadpleegd op 22 april 2014, <http://www.youtube.com/watch?v=V9tC7r54sQY>
- Kredietunie Nederland, (onbekend), Kredietunies: van, voor en door ondernemers, geraadpleegd op 9 mei 2014, <http://www.kredietunienederland.nl/>
- LWEO, (onbekend), Monetaire Zaken, geraadpleegd op 27 februari 2014, <http://www.lweo.nl/1382.html>
- Modigliani, F. en Miller, M., (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review 53(3), p. 433-443
- Mouwens, M., (2013), Houd alternatieve opties open bij (her-)financiering, geraadpleegd op 3 juni 2014, <http://financieel-management.nl/content/view/22744/houd-alternatieve-opties-open-bij-her-financiering>
- Lycklama à Nijeholt, M.P., (2014), De financiële omdenker, Rotterdam, Rotterdam University Press
- MKB in Beeld, (2014), MKB in Beeld, onbekend, onbekend
- MKB Fonds, (onbekend), MKB Obligaties, geraadpleegd op 9 mei 2014, http://mkb-fonds.nl/mkb_obligaties/

MKB Servicedesk, (2012), Wat is de BMKB?, geraadpleegd op 27 maart 2014, <http://www.mkbservicedesk.nl/128/wat-bbmkb.htm>

Nationaal Historisch Museum, (onbekend), Colijn redde Robaver, geraadpleegd op 27 februari 2014, <http://www.innl.nl/page/1047/nl>

Nawas, M. en Vink, D., (2013), Banken als traditionele intermediairs hebben hun langste tijd gehad, geraadpleegd op 3 juni 2014, <http://www.mejudice.nl/artikelen/detail/banken-als-traditionele-intermediairs-hebben-hun-langste-tijd-gehad>

NII, (2014), Inrichting- en Realisatieplan NII, onbekend, onbekend

NPEX, (onbekend), Belegd vermogen NPEX, geraadpleegd op 3 juni 2014, <https://npex.nl>

NVP (onbekend), Wat is venture capital?, geraadpleegd op 25 april 2014, http://www.nvp.nl/pagina/wat_is_venture_capital/

NYSE Euronext (onbekend), Enternext, geraadpleegd op 19 mei 2014, <https://www.euronext.com/nl/enternext/nederland>

Ondernemerskredietdesk, (2012), Gebruik borgstellingskrediet (BMKB) daalt flink, geraadpleegd op 22 mei 2014, <http://www.ondernemerskredietdesk.nl/368/gebruik-borgstellingskrediet-bmkb.htm>

Ondernemerskredietdesk, (2013), Zuid-Holland krijgt Regionale Ontwikkelings Maatschappij (ROM), geraadpleegd op 19 mei 2014, <http://www.ondernemerskredietdesk.nl/438/zuid-holland-krijgt-regionale-ontwikkelings.htm>

Panteia, (2013), Bedrijfsfinanciering: zo kan het ook!, Zoetermeer, onbekend

Qredits, (onbekend), Krediet tot €150.000, geraadpleegd op 22 mei 2014, <http://qredits.nl>

Rabobank (2014), Financiering voor het mkb: opties in kaart, onbekend, onbekend

Remmers, M., (2013), De vrijgestelde beleggingsinstelling, bachelorscriptie, onbekend, Tilburg University

Rijksoverheid, (onbekend), Ontstaan kredietcrisis, geraadpleegd op 24 april 2014, <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/kredietcrisis/ontstaan-kredietcrisis>

Rijksoverheid, (2013), Jan van Rutte zet investeringsinstelling op, geraadpleegd op 19 mei 2014, <http://www.rijksoverheid.nl/nieuws/2013/11/05/jan-van-rutte-zet-investeringsinstelling-op.html>

Rijksoverheid, (2014), Private partijen richten Nederlandse Investeringsinstelling op, geraadpleegd op 22 mei 2014, <http://www.rijksoverheid.nl/ministeries/ez/nieuws/2014/05/22/private-partijen-richten-nederlandse-investeringsinstelling-op.html>

RVO, (onbekend), Borgstelling MKB Kredieten (BMKB), geraadpleegd op 27 maart 2014, <http://www.rvo.nl/subsidies-regelingen/borgstelling-mkb-kredieten-bmkb>

SEO, (2009), Notitie bancaire kredietverlening, onbekend, onbekend

Stuurgroep Kredietverlening, (2013), Kredietverlening aan het MKB, onbekend, onbekend

Tilburg, R., van, (2012), Het Financiële Overgewicht van Nederland, onbekend, SOMO

Vos, P., (2005), Bankkrediet: macht of onmacht?, onbekend, Kluwer

Wetten.overheid.nl, (onbekend), Vennootschapsbelasting, fonds voor gemene rekening, toestemmingsvereiste, geraadpleegd op 13 mei 2014, http://wetten.overheid.nl/BWBR0021043/geldigheidsdatum_13-05-2014

World Bank, (onbekend), GDP (current US\$), geraadpleegd op 23 mei 2014, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

Zalm, G., (2013), Naar een wereld zonder banken?, geraadpleegd op 22 mei 2014, <http://www.abnamro.com/nl/newsroom/nieuws/naar-een-wereld-zonder-banken.html>

Zwagemaker, D., (2009), Het vestigingsklimaat voor collectieve beleggingsinstellingen in Nederland, bachelorscriptie, onbekend, Erasmus Universiteit Rotterdam

Bijlagen

A Overzicht figuren

- Figuur 1: structuur van het onderzoek, pagina 3
- Figuur 2: gemiddeld eigen vermogen van Europese commerciële banken, 1847-1997, pagina 5
- Figuur 3: kredietbeoordeling nationale bankensectoren, pagina 6
- Figuur 4: leningen aan niet financiële vennootschappen bij monetaire financiële instellingen, pagina 7
- Figuur 5: ontwikkeling acceptatiecriteria, kleine en middelgrote ondernemingen, in, pagina 9
- Figuur 6: invloed bancaire kredietbeleid op zakelijke kredietverlening, pagina 9
- Figuur 7: kredietverlening aan niet-financiële bedrijven als % bbp, pagina 11
- Figuur 8: risicopremie bankobligaties uitgegeven in euro's, pagina 13
- Figuur 9: financiële gegevens van het niet-financiële bedrijfsleven naar grootteklasse, 2009, pagina 13
- Figuur 10: problemleningen per portefeuille Nederlandse bankensector, pagina 14
- Figuur 11: nieuwe voorzieningen Nederlandse bankensector, pagina 14
- Figuur 12: wijzigingen kredietvoorwaarden op bancaire bedrijfsleningen, pagina 16
- Figuur 13: uitgiftevolumes gewone aandelen, pagina 17
- Figuur 14: outcome of the application for bank loans by SME's across euro area countries, pagina 18
- Figuur 15: uitleenrentes niet-financiële bedrijven in het eurogebied, pagina 19
- Figuur 16: renteopslag nieuwe leningen aan private sector, pagina 19
- Figuur 17: invloed bancaire kredietbeleid op zakelijke kredietverlening, pagina 20
- Figuur 18: verloop uitstaande leningen aan bedrijven, pagina 20
- Figuur 19: netto % banken in Nederland dat een verandering in de vraag naar bedrijfskrediet rapporteert ten opzichte van het vorige kwartaal, pagina 21
- Figuur 20: applications for bank loans by SME's across euro area countries, pagina 21
- Figuur 21: overzicht alternatieve financieringsvormen, pagina 27
- Figuur 22: vreemd vermogenfinanciering, pagina 29
- Figuur 23: finance gap bij terugvallend aanbod bankfinanciering, pagina 31
- Figuur 24: deleveraging bankbalansen d.m.v. kredietfonds, pagina 32
- Figuur 25: structuur mkb-kredietfonds, pagina 36
- Figuur 26: gestelde vragen per interview, pagina 38
- Figuur 27: interviewresultaten vraag 1: belang rol voor beleggers, pagina 39
- Figuur 28: interviewresultaten vraag 2: interesse beleggers, pagina 40
- Figuur 29: interviewresultaten vraag 1: haalbaarheid en wenselijkheid beursnotering, pagina 43
- Figuur 30: interviewresultaten vraag 3: omvangspotentie beursfonds, pagina 46
- Figuur 31: interviewresultaten vraag 1: juridische en fiscale structuur, pagina 50
- Figuur 32: interviewresultaten vraag 1: kredietverstrekkers, pagina 52
- Figuur 33: interviewresultaten vraag 2: gezamenlijke of individuele fondsen, pagina 53
- Figuur 34: interviewresultaten vraag 3: wenselijkheid fondsbeheerder, pagina 53
- Figuur 35: interviewresultaten vraag 4: eigen participatie kredietverstrekker, pagina 54
- Figuur 36: interviewresultaten vraag 1: mezzanine fonds voor achtergestelde leningen, pagina 55
- Figuur 37: interviewresultaten vraag 2: lange termijnfinanciering, pagina 56
- Figuur 38: interviewresultaten vraag 3: minimale omvang leningen, pagina 56

B Interviewresultaten per vraag

1 Is het belangrijk dat beleggers een grotere rol gaan spelen bij mkb-financiering, en hoe groot moet die rol worden?

Wolthuis (MKB-Nederland): het is voor mkb-bedrijven belangrijk dat ze niet teveel afhankelijk zijn van één financieringsbron. Daarom is elk nieuw initiatief van harte welkom. Alleen zijn veel van deze nieuwe initiatieven kleinschalig. Op macroniveau is het belangrijk dat er een grootschaliger initiatief wordt opgezet, waarbij nadrukkelijk naar de institutionele beleggers wordt gekeken.

In Nederland wordt 90% van de externe financiering van het mkb geleverd door banken. In de Verenigde Staten is dit maar 20%, waarbij 80% wordt opgehaald bij bijvoorbeeld investeringsfondsen. In Nederland zal het niet snel zo rigoureuus omslaan, maar als de economie de komende jaren aantrekt zal de kredietvraag fors toenemen en is het belangrijk dat er nieuwe bronnen van financiering worden aangeboord. In de komende 5-10 jaar zal hierdoor de verhouding misschien opschuiven naar zo'n 60% bankfinanciering en 40% door andere partijen.

Helmink (EZ): ik verwacht dat banken hun oude rol wel weer voor het grootste deel gaan oppakken, met name op het gebied van korte termijnfinanciering, zoals handelsdebiteuren en voorraden. Wel verwacht ik dat (het risico op) de lange termijnfinanciering meer overgedragen wordt aan institutionele beleggers, omdat die zelf ook langlopende verplichtingen hebben. Ook zullen banken geen risicodragende leningen meer verstrekken, waardoor het voor in de kern gezonde mkb-bedrijven met een tekort aan eigen vermogen een goede oplossing zou zijn om gefinancierd te worden door een mezzanine fonds, door middel van achtergestelde leningen. Dit fonds zou door beleggers gefund moeten worden. Dit zal interessant zijn voor beleggers door de significant hogere rentepercentages.

Boogaard (EZ): de huidige alternatieve financieringsvormen vullen momenteel nog maar een klein deel van de financieringsbehoefte van mkb-bedrijven in, maar deze kunnen de komende jaren erg hard gaan groeien. Weliswaar kan door de kleine omvang nu makkelijker groei worden gerealiseerd, en het is dus de vraag of het op termijn echt een groot deel van de financieringsbehoefte kan invullen. Ik verwacht niet dat deze initiatieven meer dan 10 á 20% van de totale financieringsbehoeften zullen gaan vervullen.

Langerhorst (ABN AMRO): ik denk dat de rol van banken op het gebied van mkb-financiering er altijd zal blijven. Er moet een goed apparaat zijn waarmee je krediet kunt verlenen aan het mkb. De uitdaging zit aan de achterkant: hoe financieren banken zich? Gaan hier veranderingen in plaats vinden? Er is wel ruimte voor andere financiers dan banken, maar banken zullen wel altijd bij het proces betrokken blijven en een belangrijke rol blijven vervullen.

Goedegebuure (ABN AMRO): zolang er geen schaarste is aan kapitaal, de regelgeving de mogelijkheden niet beperkt en een lening goed rendeert, is er geen probleem om vanuit banken zelf het geld te verstrekken. Er wordt gekeken naar andere geldverschaffers op het moment dat die beter gepositioneerd zijn of meer kapitaal beschikbaar hebben dan banken zelf. Dan kan worden gekeken naar samenwerking.

Basel III kan ervoor zorgen dat het verstrekken van krediet duurder wordt. Andere partijen die niet aan Basel III onderhevig zijn kunnen dan wellicht goedkoper financiering verschaffen. Dan kan je kijken naar samenwerking, waarbij banken leningen binnenhalen en monitoren en het geld wordt verstrekt door een andere partij.

Jutte (Rabobank): kredietverlening aan het mkb blijft tot de core business van banken behoren. Dit geeft banken bestaansrecht. Banken zullen dit niet zomaar uit handen geven aan beleggers.

Pas wanneer banken echt een kapitaaltekort hebben kan een constructie als het NL Ondernemingsfonds een oplossing bieden. Banken kunnen hierbij zelf de side business blijven aanbieden.

Maar het is wel goed mogelijk dat beleggers een aanvullende rol gaan spelen, waarbij ze het segment gaan financieren waartoe banken niet in staat zijn. Banken hebben de verplichting om zorgvuldig om te gaan met het toevertrouwde spaargeld. Daarom zijn ze alleen bereid te investeren als ze niet teveel risico lopen. Hierdoor zit het grootste probleem in het risicodragende deel van de financiering.

Beleggers zouden dit gat kunnen vullen met bijvoorbeeld achtergestelde leningen. Dit zou een erg grote stimulans voor de bv Nederland zijn.

Ook langlopende leningen zijn voor banken een probleem, terwijl dit voor institutionele beleggers wel mogelijk is. Maar bij het mkb gaat het meestal om relatief kortere looptijden, waardoor de langlopende financieringsbehoefte relatief beperkt is.

Om dergelijke constructies efficiënt te maken moet je naar een systeem waarbij banken als lead-generator functioneren en de documentatie leveren aan beleggers en fondsen.

Zandvliet (Symbid): ja, het is belangrijk dat beleggers een grotere rol gaan spelen bij mkb-financiering. In het verleden is het mkb opgeladen met een grote batterij schuld. Dit gaat goed, totdat er economische tegenslag komt en er herfinanciering nodig is. Het Nederlandse mkb stond er toen niet zo goed voor.

Om het risico op de leningen te beperken vroegen banken onderpand. Maar als er in het bedrijf geen onderpand aanwezig was, zijn ze lijntjes gaan trekken naar privévermogen, zoals de woning. Toen de huizenprijzen gingen dalen ontstond er een probleem. Daardoor is het grootste deel van het mkb niet meer in staat om zekerheden te bieden bij een lening, en de banken zijn door nieuwe regelgeving niet meer in staat om die leningen te verstrekken.

Ik ben een groot voorstander van meer eigen vermogensfinanciering voor mkb-bedrijven. Hierbij krijg je binding met je aandeelhouders waarmee je meerwaarde creëert, en daarbij heb je geen uitgaande rentekosten. Dit zou ook fiscaal meer gestimuleerd moeten worden, wat ze in andere landen allang doen. Ook voor bedrijven die geen zeggenschap uit handen willen geven is het uitgeven van aandelen mogelijk, die kunnen gewoon de zeggenschapsstructuur anders regelen.

In Amerika wordt al het grootste deel met eigen vermogen gefinancierd. Equity-investeerders kijken ook veel meer naar de levensvatbaarheid van een bedrijf, in plaats van naar de terugbetaalcapaciteit. Bedrijven die niet levensvatbaar zijn hoeven helemaal geen toegang tot financiering te hebben.

2 Hoe kan mkb-krediet interessant genoeg worden gemaakt voor beleggers?

Wolthuis (MKB-Nederland): er wordt uit het oogpunt van maatschappelijk verantwoord ondernemen een beroep gedaan op de institutionele beleggers om met hun vermogen iets meer de Nederlandse economie te stimuleren. Als ze maar 1% van hun vermogen in mkb-financiering zouden steken, zou dit gelijk al om een grote klapper gaan. Maar uiteindelijk is alleen het motief voor maatschappelijke verantwoordelijkheid niet voldoende, maar willen beleggers wel voldoende rendement behalen.

Veel beleggers zijn nog huiverig om te beleggen in het mkb, omdat er over maar beperkte data beschikbaar is. Dit hebben beleggers wel nodig om in het mkb te durven investeren. Op dit moment is deze informatie al wel aanwezig bij banken, maar die zullen dit niet graag willen prijsgeven. Voor beleggers is het belangrijk dat er een eenduidige risicobeoordeling komt. Hierbij pakken ook accountantsorganisaties hun rol op.

MKB-Nederland werkt momenteel mee aan een kennisproject, genaamd Mkb in beeld, wat bedoeld is om het mkb op de investeringsagenda van pensioenfondsen te krijgen. Hiermee kan worden aangetoond dat er een aantrekkelijk rendement te behalen valt met mkb-financiering.

Het NII is een belangrijk initiatief om op grote schaal geld los te krijgen voor mkb-financiering. Het doel van het NII is om vraag en aanbod van geld bij elkaar te brengen. In eerste instantie is het NII met name gericht op infrastructuur, energie en zorg, maar er wordt ook gekeken naar het mkb. Een overheidsorganisatie zal goed in staat zijn dergelijke projecten van de grond te krijgen. Binnenkort zal er een verkenningsrapport gepubliceerd worden over hoe het NII de investeringsprojecten geschikt gaat maken voor institutionele beleggers.

Ook het NL Ondernemingsfonds is een kansrijk initiatief, omdat hierbij de expertise van de banken gebruikt wordt en de financiering vanuit institutionele beleggers komt. Banken hebben de expertise in huis om de kredietaanvragen efficiënt te behandelen. De institutionele beleggers hebben bovendien

veel vertrouwen in de kwaliteiten van banken op dit gebied, waardoor ze eerder bereid zullen zijn hun geld aan deze partijen toe te vertrouwen.

Het mkb bestaat uit erg gezonde bedrijven die veel geld verdienen. Deze bedrijven kunnen dan ook erg interessante proposities zijn voor beleggers. Wel zitten er slechte bedrijven tussen, waarvan de risico's te hoog zijn en waar beleggers niet in zullen willen stappen.

In het verleden gebeurde het al veel dat banken delen van hun mkb-kredietportefeuille securitiseerde en aan beleggers doorverkochten. Het rendement dat beleggers verlangen op zo'n goed gespreide mkb-portefeuille hoeft niet veel hoger te zijn dan op leningen van grote bedrijven, omdat de risico's niet veel hoger zijn.

Helmink (EZ): institutionele beleggers zijn nog erg huiverig om te beleggen in mkb-krediet, omdat het mkb kwetsbaarder en daarmee risicovoller is dan het grootbedrijf. Zo zijn mkb-bedrijven vaak erg afhankelijk van enkele personen, herkennen ze minder snel problemen en hebben ze minder financiële expertise in huis.

Daarnaast staan ze niet in de rij om in te stappen in nieuwe initiatieven, omdat deze zich nog niet bewezen hebben. Ze zullen pas in willen stappen als bewezen is dat de initiatieven succesvol zijn. Beleggers zijn ook huiverig omdat ze bang zijn dat de banken die de kredieten verstrekken aan 'cherry picking' doen, waarbij ze de goede kredieten volledig zelf financieren, en de slechte kredieten plaatsen bij beleggers. Hierdoor ontstaat het risico dat er vergelijkbare situaties ontstaan als bij de securitisatie van Amerikaanse hypotheekleningen, waarbij banken slechte leningen doorschoven naar beleggers. Bij het NL Ondernemingsfonds is het hierbij wel een goede regeling dat elke lening door Robeco wordt gescreend, waardoor de kwaliteit van de leningen meer verzekerd is.

Securitisatie van al eerder verstrekte leningen is risicovoller, omdat deze leningen niet onafhankelijk gescreend zijn voor ze verstrekt zijn, waardoor de kwaliteit niet verzekerd kan worden. Maar ook deze leningen zouden goed gescreend kunnen worden voordat ze verkocht worden.

Een bundeling van een groot aantal mkb-leningen kan wel erg interessant zijn voor beleggers, mogelijk zelfs interessanter dan leningen aan het grootbedrijf. Dit komt doordat door het grote aantal verschillende leningen het risico goed gediversificeerd is en de marges op mkb-leningen een stuk hoger liggen dan bij het grootbedrijf.

Langerhorst (ABN AMRO): een markt zal altijd ergens een bepaald evenwicht bereiken. Beleggers kijken naar risico en rendement. Als dit niet goed in balans is, is er ook geen financiering beschikbaar. Maar banken werken met een wat ander model om krediet te beoordelen. Waar beleggers de risico's en rendementen van verschillende beleggingsmogelijkheden vergelijken, werken banken met een renteberekening. Hierin worden verschillende kostenposten meegenomen, waarmee vervolgens een rentepercentage wordt bepaald. Hierdoor kan de gevraagde rente lager zijn dan die van beleggers, waardoor het voor beleggers niet interessant is om te investeren. Wanneer dit omgekeerd is zal het geld van beleggers juist naar die sector toe gaan stromen, omdat het een interessante belegging wordt. Wat betreft het mkb was in het verleden de rente die banken vroegen relatief laag, waardoor het voor beleggers geen interessante markt was. Maar de rendementen die beleggers kunnen behalen zijn de laatste tijd erg gedaald, terwijl de rentes op mkb-leningen gelijk zijn gebleven of juist wat zijn gestegen. Op een gegeven moment wordt het daardoor een interessante markt voor beleggers. Door de tijd heen beweegt dit.

Goedegebuure (ABN AMRO): in principe kan elke asset class interessant zijn voor beleggers, zolang het risico-rendement maar klopt. Ze zullen hun geld ook willen verspreiden over verschillende asset classes. Wanneer er geen goedkoper alternatief is zullen mkb-bedrijven ook bereid zijn de geëiste rentes van beleggers te betalen.

Het transparant maken van het risico is wel een lastig punt, omdat er geen eenduidige dataset is om de risico's inzichtelijk te maken. Het mkb is ontzettend divers. Dit geldt voor heel Europa. Zolang beleggers niet over die informatie beschikken is het moeilijk om een goede beslissing te maken en zijn ze minder snel bereid in te stappen. Momenteel zijn er initiatieven gaande van onder andere rating agencies om dit te ontwikkelen. Bankleningen zouden hieraan bij kunnen dragen omdat ze dit al wel kunnen, maar zijn niet happig om hun concurrentievoordeel op dit gebied weg te geven.

Langerhorst (ABN AMRO): de risico's van mkb-krediet inzichtelijk maken is lastig omdat het erg complex is. Bij hypotheek ligt dit bijvoorbeeld veel eenvoudiger, omdat het daarbij om goed vergelijkbare producten gaat. Die markt is ook makkelijker toegankelijk voor beleggers dan de mkb-markt. Maar ook voor de mkb-markt is het niet onmogelijk.

Goedegebuure (ABN AMRO): in Amerika wordt al meer via de kapitaalmarkt gefinancierd omdat de markt van vraag en aanbod daar beter werkt. Ook is de markt daar transparanter. Europese banken lenen in de regel ook goedkoper uit dan Amerikaanse banken, waardoor het in Amerika een interessantere markt is voor beleggers dan hier.

Langerhorst (ABN AMRO): het hangt ook af van welke definitie er voor het mkb gebruikt wordt. In Amerika kunnen de bedrijven in het middensegment, die geen rating hebben, makkelijker financiering ophalen dan hier. Maar de echt kleinere bedrijven worden ook in Amerika naar mijn idee voor een groot deel door de bank gefinancierd.

Goedegebuure (ABN AMRO): voor beleggers kan ook dit onderste segment een interessante belegging zijn, mits de rendementen goed zijn en de risico's acceptabel en goed inzichtelijk zijn. Hiervoor kan de samenwerking met banken gezocht worden, waarbij je als belegger er op vertrouwd dat de bank de analyse goed heeft uitgevoerd. Een eigen participatie van de bank kan extra vertrouwen geven.

Langerhorst (ABN AMRO): het is voor beleggers ook een risico dat banken aan adverse selection kunnen doen: dan verkopen ze alleen de slechtere leningen door, zoals in Amerika voor de crisis gebeurde. Hierbij hielden banken helemaal niets zelf aan en hadden dus geen eigen belang in de kwaliteit van de leningen. Dit kan voorkomen worden door een deel in eigen bezit te houden. Ook kunnen er vooraf duidelijke afspraken worden gemaakt welke soort leningen er worden doorgeplaatst, waardoor banken niet vrij kunnen kiezen. Elke nieuwe lening die aan die criteria voldoet wordt dan doorverkocht.

Jutte (Rabobank): institutionele beleggers zijn nog niet erg happig, omdat de risico-rendementsverhouding nog onaantrekkelijk is. De risico's zijn hoog, omdat mkb-bedrijven veel afhankelijker zijn van een beperkt aantal producten, beperkte afzetmarkten en enkele personen in de organisatie. Als die wegvallen, valt het hele bedrijf om. Bovendien is er weinig informatie beschikbaar, waardoor de risico's moeilijker zijn in te schatten. Voor banken maakt het niet uit om de individuele risico's niet exact in te kunnen schatten, omdat het risico verdeeld kan worden over de hele portefeuille.

De rentes die banken vragen zijn relatief laag, waardoor het voor beleggers op dit moment niet interessant is. Maar aangezien de financieringskosten van banken de komende jaren gaan toenemen, zullen de rentes die bedrijven moeten betalen ook gaan toenemen.

Voor beleggers is het interessanter om via securitisatie een deel van de bestaande portefeuille van banken over te nemen. Bij het oprichten van een nieuw fonds duurt het heel lang voordat het fonds gevuld is. Het is efficiënter om in één keer een hele portefeuille te verkopen, dan om de leningen één voor één in zo'n fonds te plaatsen. Dit gebeurt ook, als de rendementen aantrekkelijk zijn.

Het probleem voor nieuwe fondsinitiatieven zit niet in het tekort van geïnteresseerde beleggers, maar dat nog niet bewezen is dat aan de voorkant het proces goed kan worden uitgevoerd. Wanneer je bewijst dat je goed in staat bent dit uit te voeren, en een trackrecord met goede rendementen kunt laten zien, zijn beleggers gemakkelijker te overtuigen dat het mkb een goede asset class is.

Zandvliet (Symbid): het risico van het mkb is wel groter dan dat van het grootbedrijf. Maar ook grote ondernemingen kunnen in korte tijd een groot deel van hun klanten kwijt raken, en dit gaat steeds vaker voorkomen. Die zijn dus ook niet vrij van risico.

Het gemiddelde rendement op eigen vermogen van mkb-bedrijven is zo'n 9%, dus er is een prima rendement te behalen. Maar of een fonds dat in mkb'ers investeert ook een hoog rendement kan laten zien is de vraag. De monitoringskosten die hierbij gemaakt moeten worden zijn erg hoog in vergelijking met de opbrengsten.

Van Leeuwen (Robeco): het draait bij beleggers in eerste instantie om de risico-rendementsverhouding. Het rendement op mkb-leningen was eerst nog laag, maar is de laatste 5 jaar wel opgelopen. Het risico op mkb-leningen is niet structureel hoger dan op leningen van het grootbedrijf, aangezien ook leningen voor het grootbedrijf in alle risicoklassen beschikbaar zijn. Het kan voor beleggers wel een nadeel zijn ten opzichte van banken dat de mogelijkheid tot cross-selling ontbreekt. Bij banken kan naast de ontvangen rente het rendement ook behaald worden door middel van verkoop van andere producten. Dit is bij beleggers niet van toepassing. Het is voor beleggers een nadeel dat de belegging minder transparant is. Het kost veel tijd en energie om dit transparant te maken.

Van der Stappen (NYSE Euronext): hoe kleiner een lening, hoe bewerkelijker en risicovoller deze vaak is. De pricing op die kredieten compenseert momenteel naar mijn mening onvoldoende het risico dat er aan die leningen zit. Beleggers op de kapitaalmarkt zouden een hogere rente eisen van mkb-bedrijven dan dat banken momenteel doen. Daar is sprake van een mismatch. Grotere bedrijven zijn beter in staat de bedrijfsrisico's te verspreiden over meerdere producten, diensten en regio's. Door middel van een fonds met meerdere mkb-bedrijven kan je dat risico wel al voor een groot deel mitigeren, maar mkb-bedrijven bieden vaak wel minder zekerheid. De loss-given default, het verlies dat wordt geleden als het eenmaal fout gaat, is bij kleine bedrijven vaak hoger dan bij grotere, omdat er minder assets onder liggen die dit verlies kunnen beperken. De rente die voor mkb-krediet in verhouding tot het risico wordt gerekend, zou gelijk op moeten gaan met die van obligaties van het grootbedrijf. Mkb-krediet is wel een heel interessante beleggingscategorie voor beleggers, die op dit moment nog het domein van de banken is.

Van Will (MN): in potentie kan het mkb een aantrekkelijke asset class zijn voor beleggers. Het gaat met name om de manier waarop je exposure kan krijgen naar het mkb. Dit kan door middel van securitisatie, waarbij een deel van een bankportefeuille wordt overgedragen, maar ook via een garantielening van de EIB. Een andere mogelijkheid is via cofinanciering, waarbij het risico van een lening met banken wordt gedeeld. Bij securitisatie is het risico vaak ongelijk verdeeld, terwijl dit bij cofinanciering gelijk is.

Elke belegger heeft een aantal uitgangspunten om beleggingen te beoordelen. Dit zijn de risico-rendementsverhouding, alignment, liquiditeit en transparantie. Het risico-rendement wordt vergeleken met de wereldwijde benchmark.

Een pensioenfonds zal geen mkb-krediet subsidiëren omdat het moet. Het doel is om te zorgen voor een goed en degelijk pensioen.

Omdat het mkb heel klein is, is de benchmark op de schaal van de rating agencies al snel CCC. Het gaat hier momenteel al snel om rendementen die boven de 10% uitkomen. Het gevraagde marktrendement kan sterk fluctueren. In goede tijden kunnen lage rentes gevraagd worden, terwijl de rentes erg kunnen stijgen als de markt risicoavers is. Bij een bank zijn de gevraagde rentes een stuk stabiel. Maar door de Basel III-regelgeving wordt er wel op gerekend dat bancaire krediet de komende jaren zeker 90 basispunten duurder zal worden.

Als een product goed gestructureerd is, en de vier genoemde punten er goed in verwerkt zijn, kan het mkb zeker interessant zijn voor beleggers.

Wel moet er voldoende scalability mogelijk zijn om institutionele beleggers te interesseren. Producten van €10 of 15 miljoen zijn voor grote beleggers niet interessant. Hieraan moet te veel tijd worden besteed. Door de grote omvang van het Nederlandse mkb-krediet is deze schaal wel mogelijk.

Dat deze markt nog niet goed van de grond komt is ook een kip-ei-verhaal. Het zou heel goed kunnen dat zodra er één goed werkend fonds komt, dit een vliegwiel gaat worden voor andere initiatieven.

Hoogervorst (ABN AMRO MeesPierson Private Banking): het kan een interessante asset class zijn voor Private Banking-klanten. Het hangt af van de kredietwaardigheidsbeoordeling. De leningen moeten door de fondsbeheerder goed beoordeeld worden en van een rating worden voorzien. Deze leningen moeten een investment grade-rating hebben. Als er vervolgens op fondsniveau nog een rating

wordt gegeven door een rating agency kan de kredietwaardigheid van het fonds goed gegarandeerd worden.

Er zijn veel particuliere beleggers die graag in deze asset class zouden willen beleggen, met name (ex-)ondernemers. Zij zien om zich heen dat ondernemers moeilijk aan financiering komen en willen er graag aan bijdragen om dit te verbeteren. Ze vragen dan ook al regelmatig beleggingsadvies over individuele mkb-obligaties, maar het is moeilijk om zulke kleine obligaties te beoordelen en om daarin te adviseren. Een grote mand waarin een goede spreiding wordt gerealiseerd, en waar ook betrouwbare partijen bij betrokken zijn, zou een goede oplossing zijn.

Om situaties zoals bij de Amerikaanse rommelhypotheken te voorkomen is het belangrijk dat het fonds niet te ingewikkeld wordt gemaakt. Het fonds moet simpel worden opgezet, net zoals de reguliere obligatiefondsen. Er moeten geen ingewikkelde clausules en voorwaarden in verwerkt zijn, zoals bij die rommelpakketten het geval was. Er moet een duidelijk factsheet beschikbaar zijn waardoor beleggers goed weten waar ze in beleggen.

Het is een toegevoegde waarde voor het vastrentende deel van een beleggingsportefeuille. Er is wel een redelijk hoge correlatie met bedrijfsobligaties van grote bedrijven, maar je ziet dat het mkb pas later achter de grote bedrijven aankomt. De grote bedrijven zijn eerder uit het dal geklommen dan de kleinere bedrijven. Maar momenteel zien we juist dat de kleinere bedrijven beter gaan presteren, waardoor het een interessante markt is om in te beleggen.

Bedrijfsobligaties van stabiele grote bedrijven hebben momenteel een effectief rendement van zo'n 2-3%. Voor mkb-leningen zal het rendement momenteel zo'n 4-6% moeten zijn.

3 Zou een beursgenoteerd fonds haalbaar en wenselijk zijn?

Wolthuis (MKB-Nederland): op den duur zal het erg wenselijk zijn om een fonds met mkb-kredieten een beursnotering te geven. Dit geeft een stuk meer bekendheid aan het fonds en het maakt het makkelijker om geld op te halen. Hierdoor kan geld uit alle verschillende hoeken bij elkaar worden verzameld. Zo kan er meer geld beschikbaar worden gesteld aan het bedrijfsleven. Hiermee ontsluit je een hele mooie infrastructuur. Dat is crowdfunding op hele grote schaal.

Helmink (EZ): een beursnotering levert voor beleggers altijd een toegevoegde waarde. Hoewel institutionele beleggers vooral voor de lange termijn instappen, wat inhoudt dat leningen in principe voor de hele looptijd in bezit worden gehouden, is het altijd beter als ze wel verhandelbaar zijn. Maar de erg grote institutionele beleggers zijn niet geïnteresseerd om met voor hen kleine bedragen te investeren, waardoor die vaak met minimaal €50 miljoen willen investeren. Wanneer ze een erg groot belang in het fonds hebben, zal het voor hen niet mogelijk zijn dit via de beurs te verhandelen. Daarom zal het niet altijd een even grote toegevoegde waarde hebben.

Het is voor beleggers altijd handig dat door middel van een beursnotering de actuele marktwaarde van een belegging bekend is. De AFM wil dat pensioenfondsen ook regelmatig de marktwaarde van hun beleggingsportefeuille bepalen. Dit kan vergemakkelijkt worden door een beursnotering.

Voor het NL Ondernemingsfonds lijkt het nu nog niet zo geschikt om een beursnotering te nemen, aangezien het fonds nog vanaf de bodem moet worden opgebouwd. Dit zou de eerste tijd nog een erg volatiel fonds zijn dat gebaseerd is op slechts enkele leningen. Een beursnotering zou pas geschikter zijn als het fonds meer gevuld is.

Langerhorst (ABN AMRO): een beursnotering dient twee doelen: het ophalen van kapitaal en vervolgens het verschaffen van liquiditeit. Institutionele beleggers kan je individueel benaderen, waardoor een beursnotering niet nodig is.

De liquiditeit verschaffen is erg moeilijk, omdat de beleggers voor de prijsvorming dan inzicht moeten hebben in de waarde van de onderliggende leningen.

In andere landen zijn er voor zover ik weet ook nog niet dergelijke beursgenoteerde fondsen. De markt kan natuurlijk veranderen, maar als het echt interessant was geweest was het misschien al lang gebeurd.

Jutte (Rabobank): om een beursgang aantrekkelijk te maken is het nodig dat de portefeuille al voldoende omvang heeft. Voor een portefeuille van €100 miljoen is een beursgang niet interessant,

terwijl je niet direct €1 miljard kunt ophalen, omdat de portefeuille nog moet worden opgebouwd. Hierdoor krijg je een kip-ei-verhaal.

Een beursnotering zou wel erg handig zijn, omdat je daardoor gemakkelijk in en uit kunt stappen. Het draagt bij aan liquiditeit. Hiermee wordt het ook voor particulieren mogelijk om in te stappen. Een beursnotering helpt ook voor transparantie, doordat er een marktprijs ontstaat. Aan het begin is het wel nog moeilijk om een goede koers te vormen, omdat er nu nog nauwelijks ervaring is met de waarde van de onderliggende leningen.

Het is het handigst om zo'n fonds eerst klein te beginnen, en het naar de beurs te brengen als het flink is gegroeid. Grote beursgenoteerde bedrijven zijn ook niet begonnen met het oprichten van een beursfonds, maar met het creëren van handel.

Voor beleggers die niet bereid zijn om in bijvoorbeeld crowdfunding te stappen, omdat ze daarbij hun geld niet direct kunnen opvragen, hun risico's niet goed kunnen spreiden en het ze te veel tijd kost, zou een beursfonds een goede oplossing zijn om toch in het mkb te kunnen investeren.

Zandvliet (Symbid): voor de liquiditeit van de belegger is een beursnotering een toegevoegde waarde. Maar door middel van crowdfundingplatformen kunnen ook zonder beursnotering stukken al gemakkelijk verhandelbaar worden gemaakt. Dus waarom is Euronext nodig.

Als er weinig verhandeld wordt in het fonds kunnen grote institutionele beleggers bovendien niet in één keer grote bedragen via de beurs verhandelen. Daarom is een notering voor hen geen toegevoegde waarde.

Daarnaast zitten er kosten aan een beursnotering. Als het niet voldoende toevoegt is het daarom niet verstandig. Zonder die kosten is het al moeilijk genoeg om het rendabel te maken.

Mkb-financiering is al toegankelijk genoeg, ook voor kleinere beleggers, zoals via crowdfunding en business angels.

Het risicospreiding is wel interessant, maar bij een nationale ramp wordt alsnog de hele portefeuille in één keer getroffen. Doe het daarom pan-Europees, zodat de risico's echt kunnen worden gespreid.

Het makkelijker creëren van internationale spreiding, en de makkelijkere toegang tot onbekende markten, is wel een voordeel van een beursnotering.

Van Leeuwen (Robeco): de liquiditeit is voor de huidige betrokken beleggers geen issue. Ze willen in het fonds investeren met een buy and holdstrategie. Het is niet de bedoeling om de belegging actief te verhandelen.

Bovendien is een beursnotering niet gelijkwaardig aan liquiditeit. Beleggers zullen met name uit willen stappen in economisch mindere periodes, terwijl juist op die momenten de verhandelbaarheid via de beurs erg laag is.

Het fonds zal minder verhandelbaar zijn dan individuele leningen van grootbedrijven. Dit komt door de kleine omvang en doordat de beleggers minder inzicht hebben in de individuele leningen.

Aangezien de fondsbeheerder verantwoordelijk is voor de analyse en het beheer van de leningen zullen de beleggers het fonds minder verhandelen dan beleggingen in individuele leningen van grootbedrijven.

Uitstappen uit het fonds is voor beleggers niet mogelijk, omdat het fonds dan de onderliggende leningen zou moeten verkopen. Als beleggers uit willen stappen is onderling verhandelen wel mogelijk. Hiervoor zou een beursnotering op termijn een mogelijkheid zijn.

Van der Stappen (NYSE Euronext): bij het NL Ondernemingsfonds is vooralsnog besloten het fonds niet te noteren, omdat het voor institutionele beleggers geen toegevoegde waarde biedt. Met dit fonds wordt puur gemikt op institutionele beleggers. Er is gekozen voor een fonds voor gemene rekening (FGR). Dit is fiscaal transparant, waardoor je met participanten te maken hebt. De beleggers zijn gedeeld eigenaar van de individuele leningen. Daardoor voegt een beursnotering niets toe. Er worden geen nieuwe beleggers toegelaten tot die leningen, waardoor een beursnotering alleen maar een last is. Bij een FGR is het wel mogelijk om beursgenoteerd te zijn. Het NL Ondernemingsfonds is een gesloten fonds, waardoor ze geen verplichting hebben om stukken terug te kopen.

Bij beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn er zowel fondsen die een NV als een FGR zijn. Dit zijn allemaal gesloten fondsen. Ze hebben geen verplichting om de stukken van de beleggers terug te

kopen. Ze halen kapitaal op via de beurs, en ze kunnen ook aandelen inkopen, maar ze hebben te maken met illiquide assets (bezittingen): ze kunnen het vastgoed niet zomaar verkopen.

De belegging in deze fondsen is wel liquide, omdat beleggers de aandelen via de beurs kunnen verhandelen. Normaal gesproken is hierbij voldoende vraag en aanbod, maar op het moment dat iedereen naar de uitgang rent valt die liquiditeit weg.

Een nadeel is dat er niet wordt gehandeld in bedrijfsobligaties maar in leningen. Deze lening zelf is niet verhandelbaar. Het geld kan niet tussentijds worden teruggevraagd van de bedrijven. Met de participanten moet worden afgesproken dat het niet mogelijk is om tussentijds uit te stappen.

In theorie zou het mogelijk zijn liquiditeit te bieden door het fonds op de beurs verhandelbaar te maken. Maar wat je dan wilt bereiken is dat je het vermogen van het fonds kan aanpassen, waardoor het mee kan bewegen met vraag en aanbod. De vraag is ook of de prijsvorming bij een lage liquiditeit wel realistisch is.

Het zou wel interessant zijn om een fonds voor mkb-bedrijfsobligaties op te zetten. Dit fonds zou dan kunnen beleggen in zelfstandig genoteerde obligaties. Dit fonds zou dan de obligaties ook weer door kunnen verkopen aan andere beleggers. Dan kan ook de beleggingsstrategie worden aangepast, in tegenstelling tot een statische buy-and-hold-portefeuille. Maar dit fonds zou alleen toegankelijk zijn voor mkb-bedrijven die bereid zijn een zelfstandige beursnotering te hebben. Voor andere bedrijven is alleen een structuur zoals het NL Ondernemingsfonds mogelijk.

Het zou mogelijk zijn om gesecuritiseerde portefeuilles te noteren en die te verzamelen in een beleggingsfonds, maar het is de vraag of dit gaat gebeuren. Daar is al een goed functionerende markt, waarbij institutionele beleggers direct met een bank handelen. Securitiseren is een prima oplossing, zolang risico en rendement met elkaar in evenwicht zijn. Het komt ongetwijfeld wel eens voor dat gesecuritiseerde portefeuilles op de beurs worden genoteerd, maar over het algemeen gebeurt dat niet.

Van Will (MN): ik denk niet dat een beursnotering een toegevoegde waarde biedt. Het is wel mogelijk, maar de vraag is hoe dit gewaardeerd moet worden. Of vraag en aanbod hierbij goed werkt is de vraag. Rechtstreeks mkb-leningen noteren geeft de bedrijven erg veel verplichtingen. Een gezamenlijk fonds zou hiervoor wel een oplossing zijn. Maar als hierin leningen zitten die ook door de bank verstrekt zijn is de informatieverstrekking een probleem. De informatie over individuele bedrijven kan niet openbaar gemaakt worden. En als deze ontbreekt kunnen institutionele partijen niet instappen. Dit zal een hele moeilijke exercitie zijn. Het verschil met beleggen in bijvoorbeeld bankaandelen is dat je daarbij een degelijke structuur en een gediversificeerde portefeuille koopt. Bij een fonds koop je een stukje van die bankbalans. Dit is een verschil in risico. Bij een bank is het risico meer gereguleerd.

Als het goed gestructureerd is zou het misschien wel mogelijk zijn, maar ik ken ook geen voorbeelden uit het buitenland waar dit al plaatsvindt. In de UK en US zijn er al wel dergelijke fondsen, maar dit zijn over het algemeen private fondsen. Hier gaat het vaak om achtergestelde leningen met een stuk hogere rentepercentages van boven de 10% en een hele hoge lossrate. Dit geld wordt vaak geleverd door onder andere pensioenfondsen. De Nederlandse asset managementindustrie is echter onderontwikkeld in vergelijking met deze andere landen, waardoor dit hier nog niet gebeurt.

Uiteindelijk moet dit verbeterd worden om de verhouding in de Nederlandse financieringsmarkt te veranderen. We zitten in een transitiefase. Dat zie je ook aan de opkomst van kredietunies, die in de US al heel groot zijn.

Voor grote beleggers zal een belegging in een beursfonds ook niet liquide verhandelbaar zijn. Als je 20 of 30% van het fonds in handen hebt zit je vast en kom je er niet meer uit, tenzij je een andere partij vindt die het wil overnemen. Dit gaat echter altijd op een discount.

Een beursgenoteerd mkb-kredietfonds is niet te vergelijken met een beursgenoteerd vastgoedfonds, omdat het daar over grotere deals gaat dan kleine mkb-leningen. Wat wel zou kunnen is een securitisatie beursgenoteerd maken, een soort tracker op een bankportefeuille. Voor een pensioenfonds is een beursnotering dan echter geen toegevoegde waarde, omdat ze dit ook rechtstreeks met de bank kunnen afhandelen.

De prijsvorming is ook geen voordeel van een beursnotering, omdat het fonds dan erg is overgeleverd aan de grillen van de markt, waarbij de prijs erg wordt opgedreven op het moment dat iedereen bullish is, terwijl het massaal wordt gedumpt als de markt risicoaverser is.

Het zou heel leuk zijn als een dergelijk fonds er zou komen, maar het zal in de huidige situatie erg moeilijk zijn.

Hoogervorst (ABN AMRO MeesPierson Private Banking): vermogende particulieren investeren al wel regelmatig in mkb-bedrijven via niet beursgenoteerde kanalen. Het is interessant om dit via de beurs te kunnen doen, omdat dit ze meer zekerheid biedt. Hier kunnen ze gemakkelijk in- en uitstappen en is er een prijsvorming.

Als het door goede partijen wordt georganiseerd is het ook zeker haalbaar om een dergelijk fonds beursgenoteerd te maken.

4 Welke omvangspotentie zou dit fonds hebben?

Goedegebuure (ABN AMRO): een beursnotering geeft zeker de mogelijkheid om een bredere doelgroep beleggers aan te spreken, zoals particuliere beleggers. Ook voor particuliere beleggers kan het een interessante belegging zijn. Een beursnotering heeft voordelen, aangezien er een markt wordt gecreëerd, de toegang voor beleggers makkelijker is en dat ze vervolgens ook makkelijker uit kunnen stappen. Dit verhoogt het aanbod.

Langerhorst (ABN AMRO): de markt van particuliere beleggers is echter niet zo heel groot. Als institutionele beleggers slechts een klein deel van hun vermogen in het mkb beleggen gaat dit nog steeds om een erg groot bedrag. Bij particuliere beleggers gaat het om veel kleinere bedragen. In principe is het NL Ondernemingsfonds ook toegankelijk voor buitenlandse beleggers. Met een beursnotering zou het voor deze partijen makkelijker zijn om in te stappen, maar of buitenlandse partijen dit in grote getalen zullen doen is de vraag.

Goedegebuure (ABN AMRO): Nederlandse beleggers zijn ook eerder bereid om in te stappen, omdat ze het een mooi initiatief vinden waarmee de Nederlandse economie gestimuleerd kan worden. Voor buitenlandse beleggers gaat dit niet op. Maar als deze markt zich de komende jaren verder ontwikkelt is het zeker mogelijk dat er een internationale markt ontstaat.

Jutte (Rabobank): het is moeilijk om internationale beleggers aan te trekken, omdat het mkb niet te vergelijken is met dat in andere landen. Daardoor is het moeilijk om een internationale markt te ontwikkelen. Maar de vraag is of het nodig is. Wanneer banken 10% minder krediet kunnen verlenen, wat neer zou komen op €35 miljard, zou dit gemakkelijk door de Nederlandse institutionele beleggers kunnen worden geabsorbeerd.

Met een mezzanine fonds kun je eerst starten met een klein fonds. Als je eerst een paar miljoen ophaalt bij particulieren en family offices kun je al een groot aantal mkb-bedrijven helpen. Ook zouden grote pensioenfondsen een klein bedrag kunnen investeren. Dit is voor hun weliswaar geen interessante belegging, maar het geeft ze wel positieve publiciteit. Als het zich vervolgens bewezen heeft kan het fonds groeien en kunnen vanzelf grote bedragen opgehaald worden.

Van Leeuwen (Robeco): het NL Ondernemingsfonds heeft in eerste instantie een omvang van €1 miljard als doel. Op termijn kan dit zeker een stuk grotere omvang krijgen, maar hoe groot dat over 10 jaar zou kunnen zijn is koffiedik kijken.

De doelgroep beleggers is op het moment institutionele beleggers die met minstens €10 miljoen instappen. Kleinere institutionele en particuliere beleggers zijn nog geen doelgroep. Het fonds zou dan ook heel anders gestructureerd moeten worden, en aan andere eisen moeten voldoen.

Van der Stappen (NYSE Euronext): bij een beursgenoteerd fonds zou het wel makkelijker zijn voor beleggers om in te stappen. Ook voor particuliere en buitenlandse beleggers zou een fonds met mkb-leningen een interessante asset class zijn om in te kunnen investeren.

Het zou voor beleggers interessant zijn om een goede internationale wisselwerking te creëren, waarbij ook de geografische risicospreiding kan worden verbeterd. Maar bij het NL Ondernemingsfonds worden voorlopig alleen binnenlandse partijen betrokken om het simpel te houden. Het is nog voor iedereen onbekend terrein. Maar als dit fonds succesvol blijkt, zullen er nieuwe initiatieven ontstaan

en komen er ook variaties, zoals mogelijk een beursfonds. Maar voorlopig wordt gestart met een zo eenvoudig mogelijk fonds.

Van Will (MN): grote institutionele partijen zullen niet in een beursfonds stappen omdat ze het liever privaat houden of rechtstreeks bij een manager neerleggen. Je komt dan al snel bij een retailfonds. Deze markt is niet groot genoeg. Misschien is het over 10 jaar wel mogelijk, maar dan kan de wereld er op dit gebied ook heel anders uitzien. Dan zullen banken ook waarschijnlijk niet meer de dominante partij zijn.

Voor kleinere beleggers wordt het wel pas toegankelijk als het om een beursgenoteerd fonds gaat. Het zou dan moeten gaan om een fonds met participaties onder de €100.000, die onder streng toezicht van de AFM vallen. Boven die grens zullen er weinig particulieren zijn die het bedrag op tafel kunnen leggen, en tegelijkertijd hun portefeuille goed kunnen diversificeren.

Kleinere pensioenfondsen hebben hun beleggingen vaak uitbesteed aan een grotere pensioenuitvoerder, waardoor ze mee kunnen liften op hun schaalomvang.

Voor mkb-leningen is het nog niet mogelijk om een internationale markt te creëren, omdat die markt nog niet gedragen wordt door een breed speelveld aan financiers, zoals bij vastgoed. Maar hierin is wel een transitie gaande, die nog wel 10 tot 15 jaar kan duren. Het zou dus zomaar kunnen, maar dan moeten er wel goede partijen zijn om zo'n markt te beheren.

Als er meer via de publieke markt opgehaald zou kunnen worden zou dat alleen maar heel mooi zijn. Dat zou de kapitaalmarkt verbreden. Maar in de US gebeurt dit ook pas vanaf leningen vanaf €15-30 miljoen. Dit zou in Nederland ook moeten gebeuren, waardoor de banken meer ruimte krijgen om zich te focussen op het mkb.

Hoogervorst (ABN AMRO MeesPierson Private Banking): als een aantal grote institutionele beleggers samen al het benodigde geld bij elkaar kunnen leggen, is het de vraag of via een beursnotering de omvang echt veel zou toenemen. Maar door een beursnotering kan je het wel breder neerzetten en meer beleggers trekken.

Beleggingsportefeuilles bestaan gemiddeld genomen voor zo'n 30-40% uit obligaties. Hiervan zou 10-20% in zo'n mkb-fonds kunnen worden gestopt. Aangezien er zo'n €100 miljard aan particuliere beleggingen uitstaan in Nederland, zou hiermee zo'n €5 miljard kunnen worden opgehaald.

Om buitenlandse beleggers te interesseren is een beursnotering cruciaal. Maar ik denk niet dat veel buitenlandse beleggers geïnteresseerd zijn om te beleggen in het Nederlandse mkb, tenzij Nederland weer één van de sterkste en snelst groeiende economieën wordt. Nu doen we het niet zo heel goed in Europees verband, daarom kan ik me slecht voorstellen dat buitenlanders nu specifiek bij ons zouden willen beleggen.

5 Hoe kan het fonds het beste gestructureerd worden?

Langerhorst (ABN AMRO): of de structuur die het NL Ondernemingsfonds heeft ook mogelijk zou zijn bij een beursnotering weet ik niet precies, maar dit zal geen essentieel punt zijn wat een beursnotering belemmert.

Goedegebuure (ABN AMRO): de keuze om het niet beursgenoteerd te maken heeft geen fiscale redenen.

Van Leeuwen (Robeco): het NL Ondernemingsfonds is een institutioneel fonds, dat participaties uitdeelt aan de beleggers. Dit werkt vergelijkbaar met aandelen. Het fonds is fiscaal transparant, wat inhoudt dat beleggers moeten handelen alsof de individuele leningen op hun eigen balans staan.

Hierdoor hoeft het fonds geen belasting te betalen over de ontvangen rente, en ontstaat er ook geen matchingsprobleem, zoals het geval zou zijn als het fonds obligaties zou uitgeven.

Van het NL Ondernemingsfonds is geen prospectus beschikbaar, omdat het geen openbaar toegankelijk fonds is. Wel is er een informatie-memorandum, maar deze is alleen beschikbaar voor institutionele partijen.

Van der Stappen (NYSE Euronext): er zou voor gekozen kunnen worden om er een fonds onder te hangen: in dit fonds zou een participatie in het hoofdfonds worden geplaatst. Dit fonds zou dan vervolgens beursgenoteerd kunnen worden gemaakt, waardoor ook andere beleggers toegang hebben tot het fonds. Een beursnotering zou geen negatieve belastingeffecten hebben.

6 Welke partijen kunnen kredieten gaan verstrekken? Alleen traditionele grootbanken of is er ruimte voor nieuwe kredietverstrekkers?

Wolthuis (MKB-Nederland): ondernemers melden zich met hun financieringsbehoefte in eerste instantie bij de bank. Bovendien vertrouwen beleggers op de expertise van banken op het gebied van risicobeoordeling. De banken hebben op dit gebied de meeste expertise, de meeste informatie beschikbaar en zijn in staat dit proces efficiënt uit te voeren. Dus om een infrastructuur te ontwikkelen waarbij beleggers in mkb-krediet kunnen beleggen moet medewerking van de banken worden gezocht. Onlangs hebben verzekeraars wel geld verstrekt aan Qredits. Bij deze kredietverstrekker wordt er dus op vertrouwd dat de kredietverstrekking efficiënt verloopt en dat de risico's goed beoordeeld worden. Maar elke nieuwe organisatie zal moeten bewijzen dat ze goed in staat zijn de risico's te beoordelen, voordat beleggers hun geld aan hen toevertrouwen. Een centrale beheerder zou goed in staat zijn te beoordelen welke verstrekkers betrouwbaar zijn en financiering vanuit het fonds mogen verstrekken, en welke niet. Door de NII kan onderzocht worden hoe de goede kredietverstrekkers voor het fonds geselecteerd kunnen worden.

Op de lange termijn kunnen nieuwe partijen die zich bewijzen krediet gaan verstrekken vanuit het fonds. Een te grote afhankelijkheid van banken is niet gezond. Maar op de korte termijn, om de mkb-financieringsmogelijkheden op grote schaal te verbeteren, verwacht ik dat de banken deze rol op zich nemen.

Helmink (EZ): Helmink en Boogaard: kredietunies zijn vaak branche- of regiospecifiek, waarin ervaren (oud-) ondernemers geld brengen. Door hun inzicht in de kwaliteit van een bedrijf in "hun" branche of regio kunnen ze een toegevoegde waarde leveren in de beoordeling van het risico van kredietaanvragen.

Zandvliet (Symbid): de banken hebben een groot deel van hun klanten in bijzonder beheer zitten. Dit geeft aan dat zij ook niet zo goed zijn in het inschatten van de risico's. Bij banken komen er bij een kredietaanvraag onder €1 miljoen geen handjes meer aan te pas. Alles wordt digitaal afgehandeld. Maar ze hebben weinig innovativiteit getoond en hebben nog steeds een grote frontoffice die veel geld kost.

Er zijn genoeg investeerders bereid geld te investeren, er heeft alleen nog niemand de software en kennis in huis om het geld efficiënt in kleine porties uit te lenen en te monitoren. Wij hebben die software wel, en kunnen daarmee de selectiekosten laag houden. Door goede informatiesystemen te creëren zijn nieuwe partijen beter in staat leningen te monitoren dan dat banken nu doen.

Van Leeuwen (Robeco): het NL Ondernemingsfonds gaat van start in samenwerking met de 3 Nederlandse grootbanken (ABN AMRO, ING en Rabobank). Maar op termijn is ook samenwerking met andere kredietverstrekkers mogelijk, zolang ze aan de eisen van het fonds voldoen.

Van der Stappen (NYSE Euronext): in gesprekken met instituten is naar voren gekomen dat zij veel vertrouwen hebben in de kwaliteit van banken op dit gebied. Die hebben bewezen processen, expertise en de juiste systemen. Ze hebben ervaring met een grote kredietportefeuille en zijn in staat de risico's goed in te schatten. Dit is belangrijk voor de beleggers.

Van Will (MN): het is moeilijk om het kredietapparaat van banken na te bouwen in een nieuw fonds, behalve als de bouwstukken hiervoor bij de banken vandaan worden getrokken. Banken hebben de afgelopen decennia bewezen dat zij goed in staat zijn een kredietportefeuille te beheren. Bij het NL Ondernemingsfonds is hier ook voor gekozen omdat de drie grootbanken 90% van de markt behelzen. Voor andere banken is het ook toegestaan om met het fonds samen te gaan werken.

Hiervoor moeten ze wel de benodigde kennis en kunde hebben en het proces goed kunnen uitvoeren. Ook op het gebied van vergunningen en andere in de wetgeving geregelde zaken moet alles dan in orde zijn. En dan moeten beleggers ook nog vertrouwen hebben in de betreffende verstrekker om daarmee in zee te gaan.

7 Kunnen verschillende kredietverstrekkers samen in één fonds worden geplaatst, of zou een individueel fonds per verstrekker beter werken?

Goedegebuure (ABN AMRO): het NL Ondernemingsfonds is een goed initiatief om de markt te verbeteren, wat de banken samen vorm kunnen geven. Bovendien is het niet gemakkelijk om het fonds te vullen, waardoor de banken elkaar nodig hebben. Voor beleggers is het hierdoor ook aantrekkelijker omdat de portefeuille beter gediversificeerd is.

Jutte (Rabobank): het is het meest efficiënt als er een centraal mezzanine fonds komt waarbij alle banken de leads aan één partij doorgeven.

Banken halen ook individueel geld op bij bijvoorbeeld spaarders voor specifieke bestemmingen. Hiervoor zou het ook zeker mogelijk zijn dat er per bank huisfondsen gaan ontstaan waarbij de geldverstrekkers precies weten wat er met dat geld gaat gebeuren.

Van Leeuwen (Robeco): de bank die de lening levert is voor beleggers geen issue, omdat de kwaliteit van de betreffende lening door de fondsbeheerder gecontroleerd wordt. De verschillende banken hebben een afwijkende spreiding over de sectoren, waardoor het samenvoegen van de leningen in één fonds een betere sectorspreiding geeft.

Van der Stappen (NYSE Euronext): individuele fondsen oprichten zou geen logische stap zijn. De banken leveren onafhankelijk kredieten aan voor het fonds. Ik zie niet het voordeel van individuele fondsen met één bank.

Van Will (MN): bij het NL Ondernemingsfonds is gekozen om dit samen in één fonds te plaatsen, om het landelijk aan te pakken. Als banken dit individueel gaan doen worden het meer huisfondsen, met alle governance-issues van dien. Dan zou het mogelijk zijn dat banken de slechte leningen in zo'n fonds plaatsen. Dit valt ook nog niet goed te controleren door een externe fondsbeheerder, omdat deze partijen hiervoor nog niet voldoende ontwikkeld zijn.

8 Is een fondsbeheerder boven de kredietverstrekkers wenselijk?

Wolthuis (MKB-Nederland): voor de institutionele beleggers die bij het NL Ondernemingsfonds betrokken zijn is het belangrijk dat Robeco er bij betrokken is. Robeco kan als beheerder de kwaliteit van de verstrekte leningen waarborgen. Anders ontstaat het risico dat banken de goede leningen zelf blijven financieren en de slechte leningen in het fonds plaatsen.

Bij een beursgenoteerd mkb-kredietfonds zou, zeker in de beginfase, een fondsbeheerder betrokken moeten blijven.

Van Leeuwen (Robeco): voor beleggers is het essentieel dat een onafhankelijke beheerder een zelfstandige analyse uitvoert op de leningen. Deze beheerder waarborgt de kwaliteit van het fonds. Robeco analyseert bij het NL Ondernemingsfonds elke lening individueel. Op termijn is het de bedoeling dat de ondergrens van €10 miljoen wel wordt verlaagd, maar dat de leningen wel groot genoeg blijven om op een efficiënte wijze individueel te analyseren. Leningen van bijvoorbeeld €100.000 zouden hier niet geschikt voor zijn.

Als een fonds ook kleinere leningen zou bevatten zou hier ook een hele andere structuur voor nodig zijn. Dan zou er meer naar portefeuilleanalyse gekeken moeten worden.

Van der Stappen (NYSE Euronext): er is een partij nodig die aan de poort de kredieten beoordeelt op aantrekkelijkheid. Dit zal voor beleggers anders liggen dan voor banken. Het is belangrijk dat een

partij namens de beleggers dit blijft beoordelen. Dat een bank zelf ook het krediet verstrekt geeft niet voldoende zekerheid, omdat banken dit ook kunnen doen om andere redenen, zoals cross-selling. Banken verdienen op meerdere punten aan de relatie met de klant, terwijl de belegger alleen op de rente-inkomsten verdient. Daarom kan niet alleen worden geleund op de beoordeling van banken.

Van Will (MN): er moet een goede beheerder zijn, met de kennis en kunde van een bank om zo'n fonds te beheren. Die zijn momenteel nog vrij schaars. De personen hiervoor moeten nog van de oude kredietafdelingen van banken bij elkaar worden gehaald. Bij het NL Ondernemingsfonds is het ook belangrijk dat dit bij Robeco niet gedaan wordt door oude medewerkers, maar door een speciaal hiervoor samengesteld team met bancaire ervaring. Want anders is het moeilijk om te schakelen met de bank en weet je niet goed wat je koopt. Het is belangrijk om mee te kunnen fietsen op die expertise van de bank.

Er zijn partijen die hiervoor databases proberen te ontwikkelen, maar het mkb is zo complex dat alleen de kille cijfers niet genoeg inzicht geven.

Er moet een partij zijn die je kunt aanspreken als het fout gaat en die goed weet hoe de markt in elkaar steekt. Het is ook belangrijk dat dit een gerenommeerde partij is, die bewezen heeft betrouwbaar te zijn en continuïteit kan bieden.

Een dergelijke partij blijft voor pensioenfondsen ook nodig omdat die onafhankelijke beslissingen kan nemen, zonder dat de belangen van de pensioendeelnemers hiermee vermengd worden.

Voor kleinere beleggers is zo'n beheerder extra belangrijk. Die kan ook werk uit handen nemen.

Hoogervorst (ABN AMRO MeesPierson Private Banking): een goede fondsbeheerder is voor beleggers heel belangrijk. Deze kan zorgen dat de kwaliteit van de geplaatste leningen goed gecontroleerd wordt en er goede informatievoorziening is. Een gerenommeerde partij zoals Robeco kan hiervoor zorgen, zodat beleggers het fonds vertrouwen. Een nieuwe partij, zoals het NII, zou hier ook goed toe in staat zijn, maar de betrouwbaarheid van de organisatie moet wel goed aantoonbaar zijn.

9 Welk deel van de leningen kan vanuit het fonds worden gefinancierd en welk deel moet de verstrekker op eigen balans houden?

Wolthuis (MKB-Nederland): als een bedrijf niet gefinancierd wordt door de bank is er vaak toch wel iets aan de hand. Het zou niet goed zijn als banken al deze leningen vervolgens samen in het fonds plaatsen. Als een bank zelf een deel meefinanciert geeft dat voor beleggers voldoende waarborg om de rest van het geld in te leggen. Risicodeling zal belangrijk blijven.

Helmink (EZ): momenteel wordt bij het NL Ondernemingsfonds 50% van het verstrekte bedrag door de bank in eigen beheer gehouden. Dit is nog een erg hoog percentage. Dit kan naar verwachting wel lager worden. Bij securitisatie geldt voor de banken een minimum van 5%.

Goedegebuure (ABN AMRO): het hoeft niet altijd zo te blijven dat banken 50% zelf blijven financieren. Als de bank maar één procent zou aanhouden zouden beleggers bang zijn dat ze alleen slechte leningen krijgen. Een 50/50 verdeling zorgt ervoor dat er sprake is van risicodeling in plaats van risicoverschuiving.

Langerhorst (ABN AMRO): er is bij soortgelijke transacties ook wel sprake van lagere percentages. Misschien zou 25% ook wel werken. Er is wel regelgeving, de retention rule, waarbij de verstrekken partij verplicht 5% zelf in bezit moet houden. Beleggers zullen dit zelf wat laag vinden, maar de 50% staat niet vast. Beleggers zijn echter nog wel voorzichtig en stellen de gelijke belangen wel op prijs.

Jutte (Rabobank): bij achtergestelde leningen, waar het risico hoger ligt, is het niet wenselijk dat banken zelf meefinancieren. De voorziene spanning op de financieringsmarkt zit in het mogelijke kapitaaltekort van banken. Achtergestelde leningen hebben een hoger kapitaalbeslag, waardoor het niet efficiënt is om het schaarse kapitaal hiervoor in te zetten. Dit is ook niet essentieel.

Van Leeuwen (Robeco): ook in een latere fase blijft het de bedoeling dat banken en het NL Ondernemingsfonds gelijkwaardig de leningen blijven financieren.

Van Will (MN): de beleggers willen alignment hebben. Hiermee wil je voorkomen dat ze de slechtere leningen in het fonds plaatsen. Misschien dat het deel van banken bij een volgend fonds, als het NL Ondernemingsfonds succesvol is gebleken, iets om laag kan. Maar alignment blijft altijd belangrijk.

Hoogervorst (ABN AMRO MeesPierson Private Banking): dat de verstrekker ook eigen belang houdt is erg belangrijk. Als de verstrekker zelf ook bereid is geld in te leggen geeft dit voor de belegger zekerheid dat de belegging betrouwbaar is en hebben ze er een goed gevoel bij. Een lager eigen aandeel zou wel mogelijk zijn, maar het moet wel substantieel blijven. Gevoelsmatig zou ik minimaal één-derde deel de ondergrens vinden.

10 Is, naast een risicoavers fonds, een mezzanine fonds voor achtergestelde leningen wenselijk? Kunnen deze gelijktijdig worden opgezet, of eerst alleen een risicoavers fonds?

Wolthuis (MKB-Nederland): voor mkb-bedrijven die de laatste jaren zijn ingeteerd op hun eigen vermogen is het belangrijk dat er ook achtergesteld vermogen beschikbaar komt. Dit zullen banken niet willen verstrekken, dus hiervoor zou een fonds opgezet kunnen worden. Beleggers zullen hier wel voor te interesseren zijn. Bij gezonde mkb-bedrijven valt hiermee een goede risico-rendementverhouding te behalen.

Helmink (EZ): ik verwacht dat banken minder hoogrisicovolle kredieten zullen verstrekken. Hierdoor is er behoefte aan mezzanine fondsen, waarbij met bij beleggers opgehaald geld achtergestelde leningen worden verstrekt. Dit kan een interessante belegging vormen omdat de rentevergoedingen hierbij een stuk hoger liggen. Voor banken zou dit helpen om complementair in de resterende financieringsbehoefte, met lager risico, te voorzien.

Weliswaar geldt de achtergestelde lening voor banken als buffervermogen, maar in feite is het dit voor de onderneming zelf niet, aangezien dit wel een lening blijft waarover rente en aflossing moet worden betaald. Voor meer risicovolle bedrijven zal dit niet geschikt zijn. Deze zullen veelal aangewezen zijn op invulling van de financieringsbehoefte met eigen vermogen.

Cruciaal is dat door nieuwe, alternatieve financieringsbronnen het ecosysteem van de bedrijfsfinanciering versterkt wordt, waardoor banken hun traditionele financieringsrol weer vol kunnen oppakken.

Goedegebuure (ABN AMRO): dit soort mezzanine fondsen bestaan al. Hier is ook een goede markt voor. Momenteel zijn er zelfs te weinig goede bedrijven voor beschikbaar, waardoor er een overschot aan geld is in deze fondsen. Het mkb is echter niet interessant voor deze fondsen, omdat ze niet voldoende schaalomvang hebben. Het mkb leent zich ook minder voor een ingewikkelde kapitaalstructuur.

Langerhorst (ABN AMRO): in het mkb zijn er wel risicodragende fondsen, maar dit zijn met name participatiemaatschappijen. Misschien zijn er ook wel mezzanine leningen, maar die worden dan meer in de familiesfeer of aan lokale ondernemers verstrekt.

Jutte (Rabobank): het grootste probleem van mkb-bedrijven is het tekort aan risicodragende financiering. Deze financiering kunnen banken niet meer verstrekken. Het is daarom nodig om gestapeld te financieren, waarbij eerst een stuk risicodragende financiering wordt aangetrokken, waarna de bank vervolgens de rest financiert. Het is handig als de ondernemer hiervoor niet zelf hoeft te zoeken, maar dat banken de ondernemer gelijk door kunnen sturen naar zo'n fonds, en vervolgens de beschikbare informatie doorgeven.

Achtergestelde leningen zijn voor beleggers interessanter dan aandelen in mkb-bedrijven, omdat leningen vanzelf afbetaald worden, terwijl je voor aandelen op zoek moet naar een koper. Als je de aandelen niet kunt verkopen heb je een probleem. Ook zitten mkb'ers vaak niet te wachten op inmenging van een aandeelhouder.

Bij achtergestelde leningen is voor beleggers het risico groot, omdat er op het moment dat een bedrijf failliet gaat meestal niks meer voor hen overblijft. Maar als je de leningen kunt poolen en het fonds voldoende omvang heeft kan het zeker interessant zijn voor beleggers.

Wanneer de overheid overtuigd is van de toegevoegde waarde die zo'n fonds voor de economie biedt, is de kans groot dat ze bereid zijn een deel van het risico over te nemen. Dit maakt het een stuk haalbaarder om een dergelijk fonds van de grond te krijgen. Zeker in de beginfase zal dit nodig zijn. Er bestaan al een aantal van dit soort fondsen, maar het is essentieel dat de selectie van de leningen hierbij efficiënt verloopt, anders zijn de selectiekosten veel te hoog om het rendabel te maken. De distributie via de banken, die immers een breed verspreid netwerk hebben, is hierbij essentieel.

Zandvliet (Symbid): achtergestelde leningen zouden goed zijn voor de financieringsmogelijkheden, omdat hiervoor geen assets nodig zijn als onderpand. Het zou helemaal goed zijn als dit convertible leningen zouden zijn, die om worden gezet in aandelen als het bedrijf in de problemen komt.

Van Will (MN): dit is een erg belangrijk deel van het probleem. Het wordt ook door iedereen erkend dat dit zo is. Of achtergestelde leningen interessant zijn voor beleggers hangt er vanaf hoe de constructie in elkaar zit. Als de kosten laag worden gehouden en de risico-rendementsverhouding goed is kan het zeker een interessante belegging zijn.

Een dergelijk fonds hoeft ook minder groot te worden, omdat voor iedere euro die achtergesteld geleend wordt, vier euro aan senior papier verstrekt kan worden. Hiermee wordt een vliegwiel gecreëerd.

Of eerst alleen een laagrisicofonds gelanceerd moet worden en een fonds met achtergestelde leningen later moet volgen is de vraag. Er moet een keer een start gemaakt worden. Er moeten een keer goede nieuwe financieringsvormen worden gelanceerd. Er moet gezamenlijk naar een oplossing worden gezocht voor de huidige problemen. Als een mezzanine fonds hier een oplossing voor biedt, moeten we dat gewoon een keer gaan doen.

Hoogervorst (ABN AMRO MeesPierson Private Banking): dit is lastiger. We zijn over het algemeen niet enthousiast over achtergestelde leningen. In principe zou dit wel vergelijkbaar zijn met high yield-obligaties, maar doordat je het mkb zelf al als risicovoller kan aanmerken, waardoor mkb-leningen zelf al vergelijkbaar zijn met high yield-obligaties, krijg je eigenlijk high yield op high yield.

11 Hebben mkb-bedrijven behoefte aan langere termijnfinanciering dan banken aanbieden? Zouden beleggers dit kunnen bieden?

Wolthuis (MKB-Nederland): over het algemeen wordt in het mkb veel met kortlopende leningen gefinancierd. Maar er zijn wel bedrijven die behoefte hebben aan langere termijnfinanciering, en dat is momenteel bij de banken een probleem.

Helmink (EZ): mkb-bedrijven hebben zeker behoefte aan meer lange termijnfinanciering om hun diepte-investeringen te kunnen terugverdienen. Voor de banken is het echter lastiger geworden om langere financiering te verstrekken door de nieuwe regels vanuit Basel III, die restricties stellen aan het lang uitlenen van kort aangetrokken middelen. Zoals hiervoor aangegeven kunnen institutionele beleggers hierin beter voorzien, aangezien ze langlopende verplichtingen hebben, waardoor het voor hen goed mogelijk is langlopende financiering te verstrekken.

Jutte (Rabobank): onder de regels van Basel III is het voor banken verplicht om de looptijden van aangetrokken en uitgezette financiering te matchen. Voor banken is het moeilijk om langlopende financiering aan te trekken, terwijl pensioenfondsen en verzekeraars juist heel veel langlopende

verplichtingen hebben. Hierdoor zijn ze bij uitstek geschikt voor het financieren van deze leningen. Hierbij zal de functie van banken veranderen richting die van een intermediair. Maar er zijn niet zo veel mkb-bedrijven die langlopende financiering nodig hebben. Daarom is dit geen groot probleem voor banken.

Van Will (MN): dat hangt er vanaf wat het doel van de financiering is. Bij een machine die langdurig mee gaat past ook een langlopende financiering. Banken kunnen dit niet meer verstrekken. Die gaan meer naar het werkkapitaalbeheer, met een maximale looptijd van zo'n vijf jaar, en alleen voor de betere bedrijven. Die lange looptijd is juist aantrekkelijk voor beleggers zoals pensioenfondsen, omdat die ook langlopende verplichtingen hebben.

Hoogervorst (ABN AMRO MeesPierson Private Banking): de looptijd waarvoor beleggers willen instappen is afhankelijk van de actuele rentevisie. Maar in principe is een lange looptijd geen probleem voor beleggers.

12 Vanaf welke omvang kunnen leningen verstrekt worden die rendabel zijn?

Wolthuis (MKB-Nederland): het NL Ondernemingsfonds richt zich nu nog op grote mkb-leningen, maar een dergelijke structuur zou ook goed werken voor de kleinere leningen. Het model moet zich eerst bewijzen met grote leningen, en daarna zal het geld naar beneden moeten sijpelen naar kleinere leningen. Maar de vraag is of de doelgroep van Qredits, tot €150.000, interessant kan zijn voor een beleggingsfonds. Qredits is ook bezig haar lange termijn doelstelling te ontwikkelen. Misschien dat voor de kleinste leningen een speciale organisatie zoals Qredits nodig blijft.

Langerhorst (ABN AMRO): dit ligt aan de opzet. Bij het NL Ondernemingsfonds analyseert Robeco de individuele leningen. Dit kost veel werk, waardoor een lening voldoende omvang moet hebben om het rendabel te maken. Er zouden ook andere structuren mogelijk zijn, waarbij meer op portfolioniveau wordt geanalyseerd.

Voor kleine leningen kunnen ook technologische ontwikkelingen de verwerkingskosten verlagen. Hiermee zou de informatie efficiënter verwerkt kunnen worden en zouden betere voorspellingen gedaan kunnen worden. Dit kan deze situatie fundamenteel veranderen.

Jutte (Rabobank): het is belangrijk om de distributie via de bank te laten plaatsvinden. Daar bellen de ondernemers aan. Daarnaast moet de kredietbeslissing, voor zover dat kan, grotendeels geautomatiseerd worden. Dan kan het zo zijn dat je af en toe de plank mislaat, maar het maakt de verwerking wel een stuk efficiënter. Er moet zo min mogelijk tijd verspild worden aan kansloze aanvragen. Het proces moet zo lean & mean mogelijk.

Ook zou je via crowdfunding en friends, family & fools kunnen leunen op social due dilligence. Als er voldoende mensen uit de directe omgeving vertrouwen hebben in een ondernemer en bereid zijn het eerste deel te financieren, heb je als fonds een bewijs dat de ondernemer een haalbaar business plan heeft. Deze cases zou je dan direct kunnen selecteren en dit zou een hoop verwerkingskosten schelen. Voor een kleine financieringsbehoefte zou dit erg interessant zijn. Als je dan €80.000 bij de crowd weet op te halen en €20.000 zelf kunt inleggen, kun je vervolgens €200.000 senior debt bij banken ophalen. Dan heb je dus al €300.000 financiering opgehaald. De omvang van crowdfunding zal niet groot genoeg worden om elke case te financieren, maar kan met het deel waarbij het wel lukt wel een grote impact hebben.

Om dat eerste deel bij de crowd op te halen is het echter wel essentieel dat de ondernemer een goed verhaal heeft. Hierbij heeft hij een innovatief idee of een unique selling point nodig om de crowd te kunnen interesseren. Voor een standaard bedrijf is het moeilijker om de interesse te wekken. Maar als een bedrijf geen goed businessplan heeft en geen bestaansrecht heeft, is het macro-economisch ook niet erg dat deze geen financiering kan ophalen.

Zandvliet (Symbid): het grootste probleem zijn de kleine leningen. Grote leningen van boven de €1 miljoen zijn gemakkelijk rendabel te maken. Maar het grootste deel van de aanvragen is veel lager.

Het proces zou een stuk efficiënter kunnen worden gemaakt door gebruik te maken van geautomatiseerde dataverzameling en monitoring, gelinkt aan een online boekhoudingssysteem. Dan zou je de ontwikkelingen van bedrijven constant kunnen bijhouden. Het is belangrijk om niet op late jaarrekeningen te monitoren, maar een actueel beeld te schetsen.

Van Will (MN): het kan zeker mogelijk zijn om leningen te verstrekken onder de grens van €10 miljoen, die het NL Ondernemingsfonds momenteel hanteert, zolang deze leningen maar aan de eisen van de beleggers voldoen. Leningen van zo'n €5 miljoen zouden ook goed mogelijk zijn, maar of leningen van €1 miljoen dat ook zijn is de vraag.

Er is momenteel sprake van een gap tussen Qredits en het NL Ondernemingsfonds. Alle initiatieven die daar tussenin komen zijn welkom. Het gaat hierbij om de implementatie hoe dat gedaan gaat worden. Individuele beoordeling van dat soort leningen is niet mogelijk. Het zou dan moeten gaan om securitisatie of cofinancieringstrajecten van een deel van een bankportefeuille waarbij minder zelf wordt geanalyseerd en meer wordt vertrouwd op de analyse van banken. Om situaties als bij de Amerikaanse rommelhypotheken te voorkomen is het belangrijk om de alignment in stand te houden. Ook zal er dan steekproefsgewijs een portefeuille beoordeeld kunnen worden. Dit gaat dan ook zeker gebeuren en gebeurt ook al langer.



NYSE
EURONEXT

BEURSPLEIN 5

unibail-rodamco
UNBP 197.50

UIN 31.40

WILSON 20.59

AEX 404.98

AMX 661.10

AEXN 6.52

ASML 59.78

ABX Experience
AEXX