



Ministerie van Economische Zaken,
Landbouw en Innovatie

Naar een gezonde basis: bedrijfsfinanciering na de crisis

Advies van de expertgroep bedrijfsfinanciering



Inhoudsopgave

- 1 Voorwoord
- 2 Advies expertgroep bedrijfsfinanciering
- 3 Position paper prof. Duffhues en prof. Roosenboom
- 4 Rapport PwC en EIM

1

Voorwoord

Voorwoord

De discussie over financiering en de financiële sector riep veel emoties op. En dat is begrijpelijk gezien de dramatische gebeurtenissen in 2008 en de situatie daarna. Dat bemoeilijkt een goede en rationele discussie en besluitvorming over wat we nu met de financiële sector en financiering moeten doen. Zo'n discussie is nodig omdat een sterke financiële sector een voorwaarde is om groei in het bedrijfsleven en dus onze economie mogelijk te maken.

Daarom verheugde het mij ook dat de minister van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie mij gevraagd heeft voorzitter te worden van een expertgroep die moet bijdragen aan een rationele voorbereiding en discussie over financiering.

Dat hebben we gedaan met een brede expertgroep¹, waarvan ik de leden van harte bedank voor hun kwalitatief hoogwaardige inbreng, ieder vanuit zijn of haar specifieke invalshoek.

De expertgroep is onafhankelijk en haar aanbevelingen worden openbaar.

De expertgroep geeft aanbevelingen ter verbetering van het financieel intermediatieproces en van het functioneren van de financiële sector. De financiële sector is van groot belang voor Nederland. Op de eerste plaats vanwege de dienstverlening aan burgers en bedrijven, maar ook voor het aantrekken van investeringen uit het buitenland en vanwege de financiële expertise.

De expertgroep roept op tot een dialoog tussen de actoren op de markt voor bedrijfsfinanciering: overheid, toezichthouder en ook bedrijven teneinde weloverwogen besluiten te kunnen nemen en goed te kunnen anticiperen op de nieuwe economische omstandigheden na de kredietcrisis.

De expertgroep meent dat urgentie geboden is met een dergelijk dialoog teneinde waar mogelijk ongewenste negatieve effecten van de nieuwe wet- en regelgeving te mitigeren.

Daarnaast doet de expertgroep een flink aantal aanbevelingen om de financiering van bedrijven te verbeteren. Deze zijn niet alleen voor de overheid bestemd, maar ook voor marktpartijen.

Bij haar werkzaamheden heeft de expertgroep gebruik gemaakt van een uitgebreide studie van PwC, waarbij naar mijn weten voor het eerst het gehele spectrum aan bedrijfsfinanciering onderzocht is, zowel wat betreft vreemd als eigen vermogen. Veel betrokkenen uit alle geledingen van de financiële wereld, hebben daaraan op hoog niveau en met veel inzet meegewerkt.

Daarnaast is door EIM de vraag naar bedrijfsfinanciering voor het gehele bedrijfsleven onderzocht. En de leden van de expertgroep prof. Duffhues en prof. Roosenboom hebben via een position paper, waarop door bijna 30 experts uit praktijk en wetenschap is gereageerd, het kader van het advies neergezet.

We moeten ons realiseren dat de financiële sector nog zo in beweging is, dat veel op dit moment onzeker is.

De situatie in de financiële sector is echter zodanig dat we niet kunnen wachten tot het stof is neergedaald: ook met de onvolledige kennis van nu moet gehandeld worden.

Ik hoop dat dit advies daar de basis voor vormt.

¹ drs. T. de Swaan (voorzitter), Prof. dr. A.W.A. Boot, Prof. dr. P.J.W. Duffhues, mr. J. Kuiper, drs. T. Molenaar, Prof. J.H.R. van de Poel, Prof. dr. P. Roosenboom, mr. H.Th. E.M. Rottinghuis, C. M. Verdiesen AA, ing. C. Vermaas.

2

Advies expertgroep bedrijfsfinanciering

Advies Expertgroep

d.d. 17 mei 2011

1. Achtergrond en adviesvraag

Begin 2011 is door het Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie de ‘Expertgroep Bedrijfsfinanciering’ opgericht met als voorzitter drs. Tom de Swaan en een diverse groep van deskundigen uit de samenleving. Doel van de expertgroep is het beantwoorden van de vraag of bedrijfsfinanciering in voldoende mate beschikbaar is en blijft in het licht van de recente financiële en economische crisis. De meeste ondernemingen financieren primair uit interne bronnen zoals de netto-kasstroom (dat is na aftrek van dividend). Ondernemingen met een externe financieringsbehoefte kunnen echter in hun groei en ontwikkeling worden ingeperkt indien bedrijfsfinanciering niet of lastiger te verkrijgen is. De expertgroep is gevraagd om eventuele financieringsknelpunten te signaleren en na te denken over mogelijke oplossingen aan zowel de vraag- als aanbodzijde van financiële markten. Het gaat hier met nadruk om het ontwikkelen van een bredere visie op bedrijfsfinanciering waarbij niet alleen gekeken wordt naar verlening van kredieten en leningen maar ook naar financiering door middel van eigen vermogen. Dit advies is hoofdzakelijk gebaseerd op de bijgevoegde onderzoeksrapporten naar de financieringsvraag (uitgevoerd door EIM), het financieringsaanbod (uitgevoerd door PwC) en de eveneens toegevoegde position paper getiteld “Ondernemingsfinanciering nu en in de toekomst” dat voorafgaand aan deze twee onderzoeksrapportages geschreven is door de hoogleraren Duffhues (Tilburg University) en Roosenboom (Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit). Tevens is gebruik gemaakt van literatuur inclusief het eindverslag van de Taskforce Kredietverlening (2010) en van de Adviesraad voor het Wetenschaps- en Technologiebeleid (2011). De expertgroep kijkt met nadruk niet terug naar de gang van zaken tijdens de afgelopen jaren en geeft daar geen oordeel over, maar probeert juist een beeld te schetsen voor de nabije toekomst en die op middellange termijn. De analyse in dit rapport is hoofdzakelijk van kwalitatieve aard. Een kwantitatieve schatting van de toekomstige financieringsbehoefte zou onder andere een gedegen scenario-analyse van de toekomstige ontwikkeling van de Nederlandse economie eisen. Dit onderzoeksrapport als geheel voorziet hierin niet¹.

-
Dit advies bevat drie belangrijke conclusies.

De eerste conclusie is dat de financierbaarheid van Nederlandse bedrijven in het algemeen niet in gevaar is, maar dat betekent niet dat er op deelgebieden aan de vraag- en aanbodzijde van de markt geen fricties zijn. Bedrijven moeten zich realiseren dat het niet verkrijgen van financiering doorgaans het gevolg is van te hoge risico’s en dat de transactiekosten voor kleine financieringsbedragen zwaar wegen. Anderzijds geeft mede daardoor de financierbaarheid van bijvoorbeeld jonge innovatieve ondernemingen weldegelijk en onverminderd reden tot zorg over het groeitempo van de nationale

¹ Voor inzicht in meer kwantitatieve analyses van het investerings/financieringsgedrag van Nederlandse ondernemingen wordt verwezen naar Duffhues en De Goeij (2010).

economie. De overheid en marktpartijen moeten aan de oplossing van dit probleem werken.

De tweede belangrijke conclusie betreft de financiële sector. Deze is van groot belang voor het faciliteren van economische groei. De ontwikkelingen van de laatste jaren hebben aangetoond dat een dialoog over de ontwikkelingen in het financiële landschap en noodzakelijke hervormingen wenselijk is. De overheid kan een rol spelen om deze dialoog tussen marktpartijen op gang te brengen. De financiële sector bevindt zich in een herstructureringsfase waarbij het debat zich niet dient te beperken tot beloning van mensen die in deze sector werkzaam zijn. Wij zijn sterke voorstanders van een krachtige financiële sector die gekenmerkt wordt door meer openheid, meer toegankelijkheid en meer diversiteit dan nu het geval is.

De derde conclusie van dit advies richt zich op de structurele fricties die in de onderzoeksrapportages naar voren zijn gekomen. Deze financieringsknelpunten manifesteren zich in het MKB en in het bijzonder bij het kleinbedrijf en startende, innovatieve en snelgroeiende ondernemingen. Deze financieringsknelpunten dateren overigens uit de periode voorafgaand aan de financiële crisis maar treden nu meer op de voorgrond. Het grootbedrijf beschikt over betere toegang tot meer financieringsbronnen zoals toegang tot de kapitaalmarkt en verschillende banken. Om deze reden heeft een groot aantal van onze aanbevelingen betrekking op het MKB, dat vaak aangewezen is op de huisbank ter financiering en in het bijzonder op startende, innovatieve, groeiende ondernemingen met een externe financieringsbehoefte. We rekenen hiertoe in het bijzonder de zogeheten ‘aanjagers’ onder de ondernemingen. Deze op extra groei beluste bedrijven onderscheiden zich van de bedrijven met ‘houdbare groei’ die hun groei limiteren op de financieringscapaciteit van hun winstinhoudingspotentieel en de daarop aansluitende extra leencapaciteit. Dit laat onverlet dat ook deze houdbare groeiers tijdelijk financieringsknelpunten kunnen ervaren mede door de verliezen die zijn ontstaan als gevolg van de financieel-economische crisis van de jaren 2007-2010 waardoor hun herstel uit de crisis wordt belemmerd. Deze knelpunten kunnen bij economisch herstel verergeren indien banken door de extra kapitaal en liquiditeitseisen die aan hen gesteld worden, niet aan de groeiende kredietvraag kunnen voldoen, met name waar het leningen met een langere looptijd betreft. Het bedrijfsleven zal dan aanmerkelijk meer werkkapitaal nodig hebben (meer voorraden en debiteuren), uitgestelde investeringen doen en acquisities plegen. Voor zover er in de overgangssituatie naar de Basel III invoering knelpunten optreden, kan gericht optreden van de overheid wenselijk zijn (bijvoorbeeld door het nog niet verminderen/afschaffen van bestaande faciliteiten).

De indeling van dit advies is als volgt. In paragraaf 2 wordt besproken of in de huidige situatie van 2011 financieringsproblemen kunnen worden gesignaleerd. In paragraaf 3 worden toekomstige ontwikkelingen betrokken bij de vraag naar eventuele financieringsproblemen van bedrijven en worden kansen en bedreigingen in kaart gebracht. Paragraaf 4 bevat onze aanbevelingen. Deze aanbevelingen hebben betrekking op zowel de vraag- als de aanbodzijde van financiële markten. Afgesloten wordt met een korte conclusie.

2. Bedrijfsfinanciering in problemen?

Zijn er huidige financieringsknelpunten? Hiertoe is onderzoek uitgevoerd naar de vraagzijde (uitgevoerd door EIM) en de aanbodzijde (uitgevoerd door PwC) van financiering. De meeste bedrijven (83%) hebben op dit moment geen externe financieringsbehoefte. In het verleden was dit voor MKB ondernemingen 81% (december 2008), 71% (december 2009) en 89% (december 2010), zie EIM (2011). Voor deze ondernemingen is de bestaande kredietruimte voldoende en was aanvullende financiering het afgelopen jaar niet nodig. Het merendeel van de ondernemingen die in het afgelopen jaar extra financiering nodig hadden is het gelukt om deze financiering te verkrijgen. Daarbij zijn grote verschillen zichtbaar tussen het groot-, het midden- en het kleinbedrijf waarbij het kleinbedrijf het minst succesvol is in het verkrijgen van financiering. Ondernemingen zijn hoofdzakelijk op zoek naar vreemd vermogen bij de huisbank ter financiering van werkkapitaal en investeringen in vaste activa. De economische vooruitzichten en de verscherpte regelgeving hebben volgens banken geleid tot een strenger en scherper kredietbeleid. Ondernemers merken dit en geven in de uitgevoerde enquête aan dat financieringsvoorwaarden zijn verscherpt in 2010². Banken geven aan dat de BMKB- (Borgstellingskrediet MKB) en GO- (Garantie Ondernemingsfinanciering) faciliteiten geholpen hebben om de gevolgen voor het MKB en het kleinere grootbedrijf op te vangen.

Het kleinbedrijf en startende bedrijven worden door banken als meer risicovol gezien en hebben dus een grotere kans op afwijzing van hun kredietaanvraag en hogere eisen aan onderpand. Vanuit het gezichtspunt van de bank kunnen deze afwijzingen legitiem zijn zeker als naast ontoereikende cashflow-capaciteit ook onvoldoende onderpand, informatie en solvabiliteit beschikbaar zijn. De bank dient zichzelf niet bloot te stellen aan te risicovolle leningen die in de toekomst mogelijk kunnen leiden tot een nieuwe post 'slechte' leningen en daaruit voortkomende verliezen. Bovendien kennen kleine ondernemingen vaak een besloten structuur en een grote afhankelijkheid van enkele personen die het risico voor de bank verder vergroten.

De mogelijkheid tot het desgewenst aantrekken van eigen vermogen is daarom van belang. Bij een derde van de bedrijven is het eigen vermogen het afgelopen jaar afgenomen door een negatief resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening. Versterking van het eigen vermogen kan tevens de toegang tot en voorwaarden van kredietverlening gunstig beïnvloeden.

Het aantrekken van eigen vermogen bij bestaande of nieuwe aandeelhouders is echter minder in trek dan vreemd vermogen. Uit het onderzoek blijkt dat ondernemingen niet op zoek zijn naar eigen vermogen omdat ze verwachten het niet te kunnen aantrekken, ze het te duur vinden of dat ze geen zeggenschap willen inleveren. De verwachting het niet te kunnen aantrekken zou kunnen duiden op een verschaald aanbod van eigen vermogen voor sommige ondernemingen. Uit cijfers van EIM blijkt echter dat drie kwart van de

² Het is belangrijk hier op te merken dat de periode voorafgaand aan de crisis een abnormale periode was waarin banken achteraf gezien kredietrisico's onvoldoende hebben ingecalculeerd en geld lenen achteraf gezien te goedkoop was.

bedrijven die eigen vermogen zoeken de financieringsaanvraag geheel of gedeeltelijk gehonoreerd krijgt. Dit strookt dus niet met het beeld dat sommige ondernemingen hebben. Eigen vermogen blijkt voorhanden - althans voor die bedrijven die er actief naar op zoek gaan - hoewel kleine en jonge ondernemingen hier ook meer problemen ervaren. Dit blijkt ook uit de reactie van participatiemaatschappijen. Ook gedurende de crisis zijn zij blijven investeren in bedrijven, vooropgesteld dat er een kwalitatief goede financieringsaanvraag werd gedaan. De Technopartner Seed-faciliteit en groeifaciliteit worden door participatiemaatschappijen als belangrijke ondersteuning beschouwd die nodig zijn om deze financiering mogelijk te maken.

De vraag is of kleine en jonge ondernemingen toegang hebben tot eigen vermogen anders dan door inbreng van privé vermogen door de ondernemer zelf en familiekapitaal. Informele investeerders zijn vaak moeilijk te vinden hetgeen als probleem wordt ervaren. Daar staat tegenover dat deze ondernemingen het aantrekken van eigen vermogen zelf vaak ook niet wensen omdat de ondernemer geen zeggenschap wil inleveren. Zij geven er de voorkeur aan om de groeiplannen aan de gewijzigde economische omstandigheden neerwaarts aan te passen. Verwezen wordt naar de groep van 'houdbare groeiers' in de voorgaande paragraaf.

Onze conclusie is dat de beschikbaarheid van bedrijfsfinanciering voor een groot deel van het bedrijfsleven overeind is gebleven. Kleinere en jongere bedrijven ondervinden echter meer problemen met het verkrijgen van financiering door hun hogere risicoprofiel. Dit is geen nieuw probleem maar is door de kredietcrisis nog meer gaan knellen. Deze bedrijven zijn mogelijk beperkt in het doen van kredietaanvragen bij andere banken dan hun huisbank. Een mogelijke reden hiervoor is dat alle bezittingen in onderpand aan de huisbank zijn gegeven. Een andere reden is dat betaalrekeningen vaak aan kredieten verbonden zijn. Deze betaalrekening stelt banken in staat om het betaalgedrag van de onderneming te observeren en meer informatie over de onderneming te vergaren. Het nadeel is dat hierdoor overstappen naar een andere bank vaak ook het meeverhuizen van de betaalrekening (met verlies van bankrekeningnummer) betekent. Dit zorgt voor kosten omdat de klantenkring van de onderneming hierover moet worden ingelicht. Een behoefte aan verruiming van het aanbod van langlopend vreemd vermogen door ook andere partijen dan banken dringt zich hier op.

3. Toekomstige ontwikkelingen: kansen of bedreigingen?

Uit de cijfers van de EIM-rapportage blijkt dat één op de vijf ondernemingen de komende 12 maanden aanvullende financiering gaat zoeken. Evenals in het afgelopen jaar blijven banken de voornaamste bron van de te zoeken financiering. Een kwart van de bedrijven denkt de beoogde financiering niet te kunnen verkrijgen. Bij jonge bedrijven is dit zelfs de helft. Desondanks zal het merendeel van deze bedrijven het toch proberen.

Het bankwezen zal na de turbulente financiële en economische ontwikkelingen van de jaren 2007 tot en met 2010 in de toekomst tot rust moeten komen. De fusie van ABN Amro en Fortis en de opsplitsing van ING zorgen er voorlopig voor dat banken in Nederland veel aandacht aan hun organisatie en herstructureringen moeten besteden.

Deze herstructureringen gaan soms gepaard met de sluiting van lokale kantoren en door loopbaanontwikkeling frequent wisselen van account managers . Ook is er sprake van een daling van het aantal account managers waardoor het klantenbestand per accountmanager wordt vergroot en de aandacht voor individuele ondernemers dreigt te verminderen. Banken zullen als onderdeel van dit proces keuzes maken voor specifieke product/marktcombinaties. Dat kan tot gevolg hebben dat banken minder geneigd zijn zich te richten op klanten die nieuw, klein, complex en/of risicovol zijn dan in het gunstige klimaat van de jaren vóór 2007.

Daarnaast zullen banken maatregelen moeten treffen om min of meer geleidelijk te voldoen aan de verzwaarde kapitaal- en met name ook liquiditeitseisen onder Basel III. Wij onderschrijven dat deze eisen gewenst zijn om te zorgen voor een veiliger banksysteem. De keerzijde van Basel III is volgens het bankwezen dat er een beperking van kredietvolumes zal optreden en dat hogere kredietkosten in rekening zullen worden gebracht in het bijzonder aan het MKB.

Kredieten aan kleine en startende bedrijven lopen het risico door gebrek aan informatie verkeerd te worden ingedeeld in ‘program lending’ systemen (een gestandaardiseerde wijze van verstrekken en beheren van kredieten). Deze gestandaardiseerde systemen stellen banken in staat om op een efficiënte wijze leningen aan het MKB te verstrekken en te voorkomen dat de kosten verbonden aan het beoordelen van de kredietaanvraag onevenredig hoog zouden worden ten opzichte van het gevraagde leenbedrag. Dergelijke ‘credit scoring’-systemen maken kredietverlening mogelijk anoniemer en onderstrepen daarmee het belang van het aanleveren van goede informatie bij de kredietaanvraag. Daardoor wordt het ‘relatiegebaseerde bankieren’ dat traditioneel gezien vooral bij MKB-ondernemingen hoog in het vaandel staat verdrongen door deze meer ‘transactiegebaseerde’ en op harde informatie gebaseerde kredietbeoordeling. Voor banken is kredietverlening aan het kleinbedrijf in isolatie bezien vaak niet kostendekkend. Het verdienmodel van banken is er dan ook op gebaseerd dat kleine ondernemingen en starters naast het krediet ook andere financiële diensten (betalingsverkeer, verzekeringen e.d.) van de bank afnemen.

Een ander punt van zorg is dat banken onder invloed van aangescherpte liquiditeitseisen van Basel III meer terughoudend zullen worden met het verstrekken van middellang en langlopend krediet. Dit brengt als risico met zich mee dat ondernemingen langlopende investeringen uitstellen, omdat ze deze niet in alle gevallen met adequate bancaire leningen kunnen financieren. De vraag rijst welke alternatieve bron(nen) van financiering beschikbaar kunnen worden gemaakt. Wij verwijzen naar Appendix K van het bijgevoegde PwC rapport voor een meer uitgebreide analyse van de impact van Basel III.

Het ontwikkelen van niet-bancaire leenkanalen zou hier mogelijk uitkomst kunnen bieden. Niet alleen het vermogensaanbod maar ook de concurrentieverhoudingen kunnen hiermee worden gediend. De kwaliteit van informatieverschaffing en de kwaliteit van de financieringsaanvraag zal dan wel moeten verbeteren.

Nederlandse banken zullen zich, meer dan in het verleden, richten op de Nederlandse markt, bij voorkeur op klanten uit het groot en middenbedrijf. Dit betekent dat voor banken de marktpositie in Nederland van groot belang is. Dit kan leiden tot verhoogde concurrentie. De verwachte toetreding van buitenlandse banken zal allereerst de concurrentie om lucratieve klanten in het groot- en middenbedrijf doen toenemen. Uit recente cijfers van EIM blijkt dat het grootbedrijf en middenbedrijf niet alleen bij de huisbank financiering zoeken maar actief op zoek gaat naar het beste aanbod. Dit zal in de toekomst door toegenomen concurrentie nog meer mogelijk zijn. Bovendien zal door het opvoeren van de solvabiliteit door Basel III de risicopremie op eigen en vreemd vermogen van banken kunnen afnemen. De vermogensstructuur van de banken wordt meer optimaal dan in het recente verleden het geval was. Het financiële risico zou daardoor kunnen afnemen. Daarnaast zal het bedrijfsrisico afnemen als en voor zover de risico's aan de activazijde worden teruggebracht zoals wordt nagestreefd. Tenslotte zal bij banken naar het zich laat aanzien ook de bestaande mismatch tussen de looptijd van uitzettingen en de korte termijnfinanciering worden afgebouwd wat opnieuw risicoreducerend zal uitwerken. Dit zou betekenen dat aandeelhouders van banken in de toekomst rekening moeten houden met structureel lagere rendementen op het eigen vermogen. Het is in deze context dan ook niet begrijpelijk dat sommige banken doorgaan met het streven naar 15% rendement op eigen vermogen. In het slechtste geval wijst dit op het doortrekken van te hoog risico door bankiers. Dit alles ontkracht op zijn minst een deel van het argument dat de prijs van krediet zal moeten stijgen. Verwacht wordt dat verdere kostensaneringen bij banken nodig zullen zijn in het gevecht om marktposities. Het kleinbedrijf en startende, groeiende, innovatieve ondernemingen zullen gezien hun relatief zwakke economische positie naar verwachting minder of zelfs in het geheel niet kunnen profiteren van deze toenemende concurrentie.

Wij verwachten dat het MKB en in het bijzonder het kleinbedrijf en de starters in de toekomst zich zullen moeten gaan oriënteren op alternatieve financieringsbronnen. We noemen dit *diversificatie van financieringsbronnen*, wat zal bijdragen aan het kunnen maken van financieringskeuzes door het MKB. De vraag is evenwel of deze ruimere mogelijkheden voldoende voorhanden zijn. Indien banken niet langer volledig in de financieringsvraag van dergelijke bedrijven willen of kunnen voorzien en geen alternatieven bestaan, resteert deze bedrijven niets anders dan hun groeiplannen te temperen. De problemen voor het MKB zullen versterkt worden als de mogelijkheden van het verzekeren van krediet ook nog afnemen. Dit kan mogelijk nadelige gevolgen hebben voor de innovatiekracht en groei van de Nederlandse economie. Door de beperktere beschikbaarheid van vreemd vermogen verwachtte wij dat de behoefte aan extern eigen vermogen in de toekomst zal toenemen. Cijfers van EIM tonen bijvoorbeeld dat 8% van ondernemingen uit het kleinbedrijf die de komende 12 maanden financiering zullen zoeken, dit gaat doen bij informele investeerders. Dit terwijl geen enkele van deze kleine ondernemingen uit het onderzoek op dit moment eigen vermogen heeft aangetrokken van deze investeerders. Hierbij dient te worden opgemerkt dat omdat banken terughoudend zijn met kredieten, de financieringsvoorstellen van stabiele groeiende bedrijven nu ook soms terecht komen bij informele investeerders. Veel informele investeerders geven er de voorkeur aan om in deze bedrijven te investeren in plaats van de meer riskante innovatieve starter. Ook participatiemaatschappijen worden vaker

benaderd door ondernemingen die het niet is gelukt om bankfinanciering te verkrijgen. Het is van belang op te merken dat het gebruik maken van eigen en mezzanine vermogen wel duurder is dan vreemd vermogen. Dit zal betekenen dat door dit zwaardere accent op eigen vermogen de vermogenskosten voor het kleinbedrijf en voor startende en snelgroeïende ondernemingen in de toekomst zullen toenemen.

Samenvattend zien wij in de toekomst een scherpere concurrentie tussen banken in Nederland om lucratieve klanten in het grootbedrijf en het grote middenbedrijf voor zich te winnen. Het MKB en in het bijzonder het kleinbedrijf en startende bedrijven zullen hier echter minder van profiteren. Deze bedrijven zullen zich, zeker in vergelijking tot de periode van voor de crisis, moeten instellen op selectieve beschikbaarheid van krediet en hogere risico-opslagen. Dit kan inhouden dat deze bedrijven alternatieve financieringsbronnen moeten aanboren. Deze financieringsbronnen dienen desgewenst wel voorhanden te zijn om deze ondernemingen van financiering te voorzien. Daarnaast zal de kwaliteit van financieringsaanvragen door deze ondernemingen ook verbeterd moeten worden.

4. Aanbevelingen

In deze paragraaf formuleren wij een aantal aanbevelingen gebaseerd op de bijgesloten onderzoeksrapportages. Een aantal van onze aanbevelingen sluit nauw aan op de aanbevelingen van de Taskforce Kredietverlening (2010) en het rapport van de Adviesraad voor het Wetenschaps- en Technologiebeleid (2011). Beide rapporten zijn eerder met medewerking of in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie uitgebracht. We hebben onze aanbevelingen opgedeeld in aanbevelingen aan de vraagzijde en aanbevelingen aan de aanbodzijde van de financiële sector. Zoals in de inleiding vermeld heeft een groot aantal aanbevelingen betrekking op het MKB met bijzondere aandacht voor kleine, startende, snelgroeïende en innovatieve ondernemingen die in Nederland structurele financieringsknelpunten ervaren. We starten eerst met een algemene aanbeveling om te komen tot een dialoog over de ontwikkelingen in de financiële sector als geheel.

Algemene aanbeveling aan de overheid

Aanbeveling 1. Een dialoog over de ontwikkelingen in de financiële sector

De ontwikkeling van een effectieve en succesvolle financiële sector is van groot belang om economische groei te faciliteren. Een belangrijke eerste stap hierbij is het op gang brengen van een verbeterde, constructieve samenwerking tussen de partijen op de markt voor bedrijfsfinanciering. Daarnaast is ook meer gedetailleerde en kwalitatief betere informatie nodig over financiële markten die door deze partijen zal moeten worden aangeleverd. In het bijzonder is informatie over de kredietverlening uitgesplitst naar sector en grootte klassen gewenst. Iedere bank gebruikt nu zijn eigen rapportage systeem wat aggregatie van deze voor beleidsmakers belangrijke gegevens in de weg staat.

Het is daarom hoog tijd dat een goede dialoog ontstaat tussen alle betrokken marktpartijen met de overheid als facilitator over de ontwikkelingen in het financiële landschap en welke hervormingen gewenst zijn. De financiële sector bevindt zich mondiaal en zeker ook in Nederland in een ingrijpende herstructureringsfase, waarbij het debat zich niet alleen dient te beperken tot beloningsvraagstukken in deze sector. De dialoog dient in te gaan op vragen zoals: bij wat voor financiële sector is het Nederlandse bedrijfsleven gebaat? Is meer concurrentie nodig in het bankwezen? Is opsplitsing van de huidige grootbanken gewenst? Kunnen banken een nieuwe rol spelen als bemiddelaar tussen verschaffers van eigen vermogen en ondernemers? Is het voor Nederland wenselijk een hernieuwde poging te doen om te komen tot een beurssegment voor het MKB? Zou Nederland gebaat zijn met het opzetten van een onderhandse markt voor langlopend vreemd vermogen die complementair is aan het bankwezen? Zijn institutionele beleggers bereid en in staat om ook het MKB ruimere aandacht te geven in hun portefeuilleselectie? Wij trachten met dit advies een startpunt te geven voor deze dialoog. Onze overige aanbevelingen zijn onderverdeeld in aanbevelingen aan de vraagzijde en aan de aanbodzijde van de financiële sector.

Wij bevelen aan om een dialoog over de ontwikkelingen en de gewenste hervormingen in de financiële sector op gang te brengen. De overheid kan deze dialoog tussen marktpartijen faciliteren. Het vitale belang van deze sector is meer dan ooit gebleken tijdens de financiële crisis. In de huidige situatie vertoont deze sector te zeer een gehavend beeld. Hierbij dienen partijen zich niet te veel te laten leiden door oude structuren en bestaande overheidsinitiatieven die vernieuwing mogelijk tegenhouden.

AANBEVELINGEN AAN DE VRAAGZIJDE VAN DE FINANCIËLE SECTOR

Aanbeveling 2. Verbeter de kwaliteit van bedrijfsinformatie

Het is voor de financiële intermediairs van belang om tijdig over de juiste informatie te kunnen beschikken. In een aantal gevallen is de financieringsaanvraag van in het bijzonder MKB-ondernemers niet op orde waardoor bij voorbaat afwijzing van een dergelijke aanvraag dreigt. Dit kan mogelijk verklaring bieden voor de problemen die kleine ondernemingen en starters ondervinden.

Een ander communicatieprobleem is dat ook bij een afwijzing van krediet ondernemers op de hoogte gesteld moeten worden van de daadwerkelijke reden van afwijzing (niet simpelweg dat de sector niet interessant is voor de bank in kwestie). Op deze manier worden leermomenten voor ondernemers, bankiers en voor de overheid als beleidsmaker gecreëerd.

Standaard Bedrijfsrapportage (SBR)/XBRL kan hier uitkomst bieden. Het standaardiseren van informatie is van belang om de betrouwbaarheid van de financieringsaanvraag te beoordelen en voor aanbieders om te komen tot snellere en betere financieringsbeslissingen. Dit kan transparantie vergroten en transactiekosten verlagen. Wij onderschrijven hiermee de aanbeveling van de Taskforce Kredietverlening

(2010). De zeer recente overeenkomst tussen bedrijfsleven, overheid en banken is daarom een zeer positieve ontwikkeling. Dat wil overigens niet zeggen dat banken hun kredietselectie en beheer louter op basis van deze informatie zou moeten laten plaatsvinden. Beoordeling van ondernemerschap en sector kennis bij banken blijft geboden.

Banken maken vaak gebruik van een gestandaardiseerde wijze om krediet te verstrekken en te beheren. Hierbij worden ondernemingen aan de hand van de beschikbare informatie ingedeeld in verschillende risicoklassen ter bepaling van de opslag die de bank moet compenseren voor het kredietrisico. Het voordeel is dat kredietverlening aan kleine bedrijven hiermee voor de bank goedkoper wordt in vergelijking tot het relatief lage gevraagde bedrag. Het maakt kredietverlening echter wel anoniemer. Indien de onderneming door ontbrekende of onduidelijke informatie wordt ingedeeld in een hogere risicoklasse kan door de bank meer onderpand worden verlangd of kunnen leenvoorwaarden worden aangescherpt. Het kan zelfs leiden tot afwijzing van de kredietaanvraag. Dit kan bij kleine ondernemingen een groot verschil uitmaken. Het is dus van groot belang dat ondernemers en hun adviseurs ervan doordrongen zijn dat zij gebaat zijn bij het aanleveren van kwalitatief goede informatie bij een bank ter beoordeling van het risico. Opnieuw kan SBR/XBRL hier helpen om de transparantie te vergroten en transactiekosten te verlagen.

Wij bevelen een verbetering van de kwaliteit van informatieverschaffing aan. Het standaardiseren en elektronisch aanleveren van financiële informatie via SBR/XBRL kan hierbij helpen. SBR/XBRL zorgt ervoor dat vanuit de bedrijfsadministratie betrouwbaar, snel en eenduidig kan worden gerapporteerd. Dit kan desgewenst worden uitbesteed aan een intermediair die dit voor de ondernemer regelt. Dit kan het beoordelen van financieringsaanvragen versnellen en de beoordelingskosten van financieringsaanvragen voor banken verlagen. De overheid dient er mede voor te zorgen dat SBR/XBRL sneller en op grotere schaal wordt geïmplementeerd.

Aanbeveling 3. Verbeter de educatie van ondernemers en hun adviseurs over de financiële functie

Het MKB kent niet altijd een professioneel georganiseerde financiële functie. Er is een kennisachterstand over hoe ze de aanbodzijde moeten benaderen. De ondernemer is er niet altijd voldoende van doordrongen dat het samenstellen van een goed onderbouwde financieringsaanvraag van groot belang kan zijn voor de continuïteit van zijn/haar onderneming. Ondernemers zullen niet te veel tijd en geld kwijt willen zijn aan het doen van deze financieringsaanvragen. De accountant/boekhouder zal bij ondernemers vaak het eerste aanspreekpunt zijn en hij/zij zal de ondernemer moeten overtuigen van het nut van een goede financieringsaanvraag. Het is daarom van belang dat de educatie over financieringsaanvragen bij accountants/boekhouders en financiële intermediairs wordt geïntensiveerd. Welke financiering is kansrijk en welke informatie heeft de financier nodig? Daarnaast zijn er ook initiatieven zoals de Ondernemerskredietdesk: met behulp van deze desk worden ondernemers digitaal voorbereid op hun aanvraag. Zij kunnen daar vinden wat de bank van hen verwacht en waarom de bank bepaalde informatie nodig

heeft. Dit laagdrempelige hulpmiddel is juist voor kleine ondernemingen nuttig. Een tweede voorbeeld is de CCQ Ondernemersdesk die MKB- ondernemingen helpt bij het doen van kredietaanvragen vanaf 100.000 euro. De ondernemer of financieel adviseur kan met deze desk in contact treden. In zijn algemeenheid is er behoefte aan één, laagdrempelig, met name digitaal, loket, waarop alle initiatieven zijn aangesloten.

Daarnaast is de financiële functie waaronder werkkapitaalbeheer (beheer van voorraden, debiteuren en crediteuren) in het MKB vaak onder de maat ingevuld. Dat probleem overstijgt weliswaar de fase van de financieringsaanvraag, maar heeft een negatief effect op de kans op het verkrijgen van financiering. Een bekend voorbeeld van debiteurenrisicobeheer is het al dan niet gebruik maken van kredietverzekeringen die uiteraard doorlopend beschikbaar moet zijn. Als die functie niet goed is ingevuld, kan de financier er niet op vertrouwen dat het bedrijf snel zicht heeft op problemen in het bedrijf en adequaat maatregelen treft. Een minder bekend voorbeeld van mogelijk verbeterd financieel management door ondernemingen is het gebruik maken van de off-balance sheet techniek van 'loan commitments'. Dit zijn contracten tussen de onderneming en de bank waarin de toekomstige beschikbaarstelling van financiering tot een bepaald maximumbedrag en gedurende een bepaalde periode wordt vastgelegd, zodat de onderneming niet zo vaak hoeft te lenen en transactiekosten worden bespaard. Ondernemingen kunnen met deze optionele contracten hun kredietwaardigheidsrisico en hun liquiditeitsrisico overdragen aan de bank.

De brancheorganisaties (zoals de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA); Register Belastingadviseurs (RB); Nederlandse Orde van Administratie- en Belastingdeskundigen (NOAB); Koninklijk Nederlands Instituut van Registeraccountants (NIVRA)) zouden het initiatief moeten nemen voor het opzetten van een trainingsprogramma om zo de kwaliteit van financieringsaanvragen te verbeteren. Hierbij kan mogelijk worden aangesloten bij de Centers for Entrepreneurship waarbij het vak ondernemerschap in het hoger onderwijs wordt geïntroduceerd.

Vaak zijn voor kleine ondernemingen de gezochte financieringsbedragen echter zo laag dat het inhuren van professionele hulp te duur is. Gratis en laagdrempelige hulp hierbij kan mogelijk worden verzorgd om zo de ondernemer realiteitszin bij te brengen alvorens de aanvraag tot financiering wordt gedaan. Hierbij zouden beginnende ondernemers in contact kunnen worden gebracht met ervaren (gepensioneerde) ondernemers die inhoudelijke steun kunnen verlenen. Dit zou mogelijk kunnen leiden tot een vervolgtraject als informele investeerder. Er bestaan al netwerken zoals Ondernemersklankbord, Kunst en Zaken, Eigen Baas en Qredits en regionale initiatieven. Er zijn hiermee bijvoorbeeld reeds positieve ervaringen opgedaan in de regio Arnhem-Nijmegen en in de regio Eindhoven, waar de Kamer van Koophandel bij betrokken is. Wij bevelen aan om zoveel mogelijk aan te sluiten op de ervaringen van deze bestaande netwerken.

Wij bevelen aan dat Centers for Entrepreneurship en brancheorganisaties van accountants en belastingadviseurs meer aandacht besteden aan de financiële functie binnen het MKB. Dit kan door middel van het ontwikkelen van trainingprogramma's voor accountants en belastingadviseurs die vaak het eerste aanspreekpunt zijn voor MKB ondernemingen met een financieringsbehoefte. Door het verbeteren van deze financiële functie kan de kans op een succesvolle financieringsaanvraag verder worden vergroot. Kleine, startende en snelgroeiende ondernemingen kunnen via netwerken die soms reeds bestaan in contact worden gebracht met ervaren ondernemers die van advies kunnen dienen bij het opzetten van de financiële functie, het doen van financieringsaanvragen en de begeleiding daarna.

AANBEVELINGEN AAN DE AANBODZIJDE VAN DE FINANCIËLE SECTOR

Aanbeveling 4. Vergroot de financieringskeuzes van met name het MKB

Banken blijven ook in de toekomst ook in Nederland zonder meer de meest belangrijke financieringsaanbieder voor ondernemingen. Indien de economie verder aantrekt zullen de meeste ondernemingen aankloppen bij hun huisbank voor financiering. De vraag is of een alternatief voor de huisbank nodig is. Een belangrijk voordeel van een huisbank is dat deze in een langdurige kredietrelatie met een onderneming vaak over betere informatie beschikt over de kredietnemer, waardoor de huisbank ook beter geïnformeerde beslissingen kan nemen over het al dan niet verstrekken van krediet. Het nadeel is echter dat dit de huisbank ook een machtspositie geeft waarbij het voor de ondernemer moeilijk is van bank te veranderen. Om dit negatieve effect van het informatiemonopolie van de huisbank te doorbreken valt te overwegen een centraal informatieregister in te voeren. Dit register bestaat in andere landen (bijvoorbeeld Duitsland en Italië) en is voor alle banken toegankelijk. Na toestemming van het bedrijf wordt alle relevante informatie uit het register doorgestuurd naar de nieuwe bank waarmee de onderneming verder wil gaan. Dit zal een rondgang langs verschillende banken vergemakkelijken en concurrentie tussen banken verhogen. Daarbij zou de koppeling of aansluiting met XBRL gezien moeten worden. Zoals beschreven in sectie 3 valt te verwachten dat de toetreding van buitenlandse banken de concurrentie om grote bedrijven verder zal verhogen. Het MKB zal hier minder van profiteren en kan in het bijzonder baat hebben bij het instellen van een centraal informatieregister. Dit kan naast verhoogde concurrentie tussen binnenlandse banken mogelijk ook de MKB-kredietmarkt ontsluiten voor buitenlandse banken.

Een ander probleem is dat bij wijziging van bank het bankrekeningnummer niet altijd kan worden meegenomen, zodat de onderneming haar klantenkring moet informeren. Door ervoor te zorgen dat het bankrekeningnummer mee kan verhuizen naar de nieuwe bank wordt het overstappen naar een nieuwe bank, indien gewenst door de onderneming, makkelijker gemaakt. Deze problematiek wordt op Europees niveau aangepakt, als tussenoplossing is in Nederland de overstapservice geïntroduceerd. Het volledig ontkoppelen van een betaalrekening en kredietverlening brengt mogelijk problemen met

zich mee. Dit kan leiden tot een situatie waarbij banken de minder winstgevende kredietverlening aan het kleinbedrijf niet langer kunnen compenseren door de verkoop van financiële diensten (betalingsverkeer, verzekeringen e.d.) met een hogere winstmarge. Bovendien kan een bank het betalingsgedrag van de onderneming niet langer observeren indien deze onderneming een betaalrekening bij een andere bank heeft lopen. Een mogelijke oplossing daartoe is om met toestemming van de kredietnemer gegevens over het betaalgedrag beschikbaar te stellen aan de nieuwe bank, zelfs als de betaalrekening bij een andere bank is ondergebracht.

Het valt ook te overwegen een vorm van rating in te voeren. Ratings zijn rapportcijfers over de kwaliteit van leningen/kredieten en ondernemingen. Er zou kunnen worden gekeken naar buitenlandse systemen (zoals bijvoorbeeld in Frankrijk) waarbij ratings beschikbaar worden gesteld door de centrale bank. Dit kan bijzonder nuttig zijn voor kredietverlening aan het MKB gezien de in het algemeen verhoogde graad van asymmetrische informatie van middelgrote en kleine bedrijven.

Een andere mogelijkheid om concurrentie in de MKB-kredietmarkt te verhogen is door het introduceren van de onder andere in Angelsaksische landen bekende kredietunie of 'credit union'. Het gaat hierbij om een zelffinancierende coöperatie tussen particulieren en/of ondernemers die zich via een gezamenlijke kas louter richt op sparen en uitlenen. Deze kredietunies hebben geen winstoogmerk en zorgen voor een betrokkenheid van de spaarders en kredietnemers die mede-eigenaar zijn van de kredietunie. Deze kredietunies zouden in Nederland een beperkte rol kunnen gaan spelen in het verstrekken van MKB-kredieten. Wij bevelen aan om te onderzoeken in hoeverre kredietunies in Nederland een nuttige functie kunnen vervullen en aan welke regelgeving deze kredietunies zouden moeten voldoen. De kredietverlening door kredietunies zal echter beperkt zijn tot het bedrag dat de leden hebben ingelegd omdat deze financiële intermediairs geen leverage mogen toepassen.

Voor kleine ondernemingen kan microkrediet als alternatieve kredietbron een oplossing bieden. Het gaat hier om gespecialiseerde kredietverleners die zich richten op het kleinbedrijf met een relatief kleine kredietbehoefte tot 35.000 euro. In deze kleine bedragen is door banken alleen op een sterk geautomatiseerde wijze te voorzien, waarbij primair gelet wordt op de terugbetaalcapaciteit van de klant met als randvoorwaarde de beschikbaarheid van zekerheden of opleiding. Een gespecialiseerde kredietverlener let juist op de ondernemerskwaliteiten als garantie voor terugbetaling. Dit zorgt dus voor de instroom van goede ondernemers. Hierbij is gebrek aan onderpand in dat geval geen onoverkomelijk obstakel voor het verkrijgen van krediet en wordt de kredietnemer ondersteund met advies. Het verder uitbouwen en ontwikkelen van microfinanciering kan uitkomst bieden voor kleine ondernemers die problemen ervaren met het verkrijgen van traditionele bankfinanciering. Microkrediet kan op deze wijze tevens de concurrentie met het traditionele bankwezen in dit marktsegment vergroten. Wij raden de overheid aan deze initiatieven voorlopig te blijven ondersteunen.

Wij bevelen aan om de financieringskeuzes van met name MKB bedrijven te vergroten. Dit kan door de invoering van een centraal informatieregister waarin bedrijfsinformatie op eenvoudige wijze beschikbaar wordt gesteld. Met toestemming van de onderneming wordt bedrijfsinformatie doorgestuurd naar een nieuwe bank die zich aandient. Ook kan een dergelijk register de toetreding van nieuwe partijen op de MKB-kredietmarkt vergemakkelijken. Het kunnen meenemen van het bankrekeningnummer bij het overstappen naar een nieuwe bank moet mogelijk worden gemaakt. Er zou onderzocht moeten worden of de oprichting van alternatieve kredietverschaffers in het MKB zoals kredietunies, op zoveel mogelijk marktconforme basis ook in Nederland mogelijk is op basis van de concepten en ervaringen in een aantal landen met deze 'credit unions'. Hierbij moet wel worden voldaan aan de vergunningseis van De Nederlandsche Bank (DNB). Tevens dient DNB toezicht te houden op deze nieuwe kredietverschaffers. Microkrediet is een alternatieve kredietbron voor kleine en startende ondernemingen die zich op marktconforme wijze verder dient te ontwikkelen.

Aanbeveling 5. Vergroot samenwerking tussen bankwezen en overige vermogensverschaffers

Door de verscherpte kapitaal- en liquiditeitseisen van Basel III zal het bedrijfsleven zich niet alleen moeten instellen op duurder krediet maar ook op terughoudendheid bij banken als het gaat om het verstrekken van langlopende leningen. Dit brengt als risico met zich mee dat ondernemingen langlopende investeringen uitstellen omdat ze deze niet in alle gevallen met langlopende leningen kunnen financieren.

Het is van groot belang om in de vermogensstructuur van bedrijven de aanwezigheid van voldoende middellang en langlopend vreemd vermogen te observeren, omdat deze vermogenstypes bijdragen aan het balansevenwicht dat gewoonlijk wordt vereist ter financiering van de vaste activa en van langlopende posities in voorraden en debiteuren. Samen met het eigen vermogen (aandelenkapitaal en reserves) vormt het middellang en langlopend vreemd vermogen het zogenaamde 'werkzaam vermogen'. De langere looptijd van dit vreemd vermogen ten opzichte van rekening-courantkrediet draagt bij aan de handhaving van de liquiditeit op langere termijn. De kostprijs van dit vermogen is bovendien lager dan van het eigen vermogen. De vraag- en aanbodverhoudingen op de markt voor risicodragend vermogen zijn voor MKB-ondernemingen echter ongunstiger dan voor het grootbedrijf dat al dan niet over beursnotering en toegang tot de obligatiemarkt beschikt.

Er kan gezocht worden naar complementariteit tussen het bankwezen en andere vermogensverschaffers om de markt voor langlopende leningen op peil te houden. In het verleden was het voor banken mogelijk om via securitisatie van bedrijfsleningen de risico's te delen met institutionele beleggers. Onder de Basel III-regels zal dit voor banken minder aantrekkelijk zijn omdat ze ook in geval van securitisatie moeten voldoen aan zwaardere kapitaaleisen. Van banken wordt nu verwacht dat ze actief bij het relatiebeheer betrokken blijven en voldoen aan de strengere solvabiliteitseisen die

toezichthouders verbinden aan het gedeelte van de lening welke het eerste verlies draagt en op de bankbalans achterblijft.

Er kan echter worden gezocht naar nieuwe constructies waarbij institutionele beleggers zoals pensioenfondsen een rol kunnen spelen als medefinancier van langlopende leningen (naast banken). Hierbij kan worden gedacht aan de primaire en secundaire markt voor onderhandse leningen die in Nederland tot in de jaren zeventig van de vorige eeuw heeft bestaan maar nu nagenoeg is verdwenen. Daarbij ging het om vastrentende leningen op lange termijn op basis van schuldbekentenis op naam. Een dergelijke lening kon door meerdere geldschieters worden verstrekt, maar geïsoleerde transacties waren wel regel. De onderhandse markt voor langlopend krediet zoals die in de genoemde jaren zeventig in Nederland bestond was complementair aan bankkrediet. Banken gebruikten deze markt die onderdeel was van de kapitaalmarkt, om een gedeelte van de leningen door te verkopen aan institutionele beleggers. Het kan op deze wijze gezien worden als een vorm van medefinanciering. Gezamenlijk verstrekte leningen kwamen voor als gesyndiceerde leningen. Ze hielden het midden tussen bancair krediet en obligatiefinanciering. Interessant is te vermelden dat onlangs bleek dat voor kleinere Amerikaanse ondernemingen die een hoog financieel risico bezitten deze vorm van financiering aantrekkelijk bleek te zijn. Een (her)invoering van een dergelijke markt in Nederland heeft uiteraard alleen kans van slagen indien institutionele beleggers bereid zijn geld te investeren in onderhandse leningen. Een probleem is dat dergelijke leningen in het algemeen illiquide zijn maar dat is niet prohibitief omdat illiquiditeit een premie voor beleggers kan opleveren. Het lijkt gewenst om te bestuderen of er obstakels zijn om deze markt te doen herleven. Voorgestelde initiatieven zullen structureel zonder garanties/steun van de overheid dienen te functioneren. Om de start te realiseren is eventueel onder strikte voorwaarden een stimulans van de overheid gewenst. De risico's voor de overheid dienen dan beheersbaar te zijn en de stimulans dient geen subsidie te bevatten. Institutionele beleggers in Nederland zijn bereid gevonden om mee te denken over dergelijke nieuwe constructies.

Een ander voorbeeld van complementariteit tussen vermogensverschaffers betreft dat banken een bemiddelende rol zouden kunnen spelen in het bij elkaar brengen van enerzijds vermogende particulieren/informele investeerders/verschaffers van mezzanine vermogen en anderzijds financiering behoevende ondernemingen. Door ervaren (gepensioneerde) ondernemers in netwerken te organiseren en te koppelen aan beginnende ondernemers kan niet alleen inhoudelijke steun worden verleend (zie aanbeveling 3) maar kan ook een eerste stap richting een informele investering worden gezet. Dit kan plaatsvinden al dan niet via een door banken in een eigen beheer opgezet platform.

In veel van de hiervoor genoemde producten is de rol van institutionele beleggers cruciaal. Uit discussies met leden van de expertgroep is gebleken dat bij een aantal institutionele beleggers, nadrukkelijk binnen gewenste rendementseisen, de bereidheid aanwezig is om samen met de overheid te bezien of één of meer van deze producten op korte termijn ontwikkeld kan/kunnen worden.

Wij bevelen aan om de complementariteit tussen verschillende vermogensvormen te onderzoeken. In het verleden was in Nederland sprake van een goed ontwikkelde markt voor onderhandse leningen waarbij banken een gedeelte van een langlopende lening onderhands plaatsten bij institutionele beleggers. De mogelijkheid tot het opnieuw opzetten van een markt voor onderhandse leningen dient nader te worden onderzocht. Er dient hierbij aandacht te worden besteed aan de vraag of banken en institutionele beleggers het herleven van deze markt zouden verwelkomen en onder welke condities ze hieraan zouden willen deelnemen. Banken zouden ook een actievere rol kunnen spelen in het bijeenbrengen van informele investeerders uit hun netwerk en financiering behoevende ondernemers.

Aanbeveling 6. Vergroot aanbod en zichtbaarheid extern eigen vermogen

In de toekomst zullen een groter aantal MKB-ondernemingen door verminderde beschikbaarheid en/of duurdere bankleningen waarschijnlijk op zoek moeten gaan naar eigen vermogen als alternatieve maar tevens dure financieringsbron. Een dergelijke ontwikkeling is niet alleen min of meer een kind van de nood maar levert ook een bijdrage aan een meer consciëntieuze financieringsafweging door de ondernemer die weinig ervaring heeft met het vergelijken van financieringsalternatieven. Een aanbeveling is om de zichtbaarheid van de daarmee meer in beeld komende beleggers/investeerders te vergroten zodat de zoekkosten naar deze partijen worden verlaagd.

‘Informele investeerders’ brengen eigen vermogen in bij ondernemingen en zijn aldus financiers van MKB-bedrijven met een financieringsbehoefte onder een half miljoen euro. Deze investeerders bieden naast financiering ook advies en begeleiding aan ondernemers waardoor de kans op succes kan worden verhoogd. Door het kleinbedrijf wordt er echter op dit moment beperkt gebruik van gemaakt.

Vergroting van het aantal informele investeerders is wenselijk. In landen die op dit punt beter scoren lijken fiscale regelingen een belangrijke rol gespeeld te hebben. Bezien moet worden hoe in Nederland de groei van het aantal informele investeerders gestimuleerd kan worden.

Netwerken van informele investeerders zouden hun zichtbaarheid verder moeten vergroten en het voor bedrijven makkelijker moeten maken om in contact te komen met informele investeerders. Deze netwerken dienen op een effectieve wijze de investeringsvoorstellen te screenen om vast te stellen of de financieringsaanvraag van voldoende kwaliteit is en of de onderneming klaar is voor externe financiering (is de ondernemer bereid om zeggenschap te delen met een informele investeerder?). Zoals in de voorgaande aanbeveling is gesteld zouden banken hier ook een nieuwe bemiddelende rol kunnen spelen.

Ook family offices kunnen een meer prominente rol spelen waar het de grotere bedrijven betreft. Ook daar heeft de expertgroep gemerkt dat er een bereidheid is om een dergelijke rol te spelen.

Een andere manier om het MKB beter toegang tot eigen vermogen te verschaffen is de oprichting van een informele beurs voor deze ondernemingen. In Nederland is enkele malen zonder succes een beurs voor het MKB opgezet. Voorbeelden zijn de Parallelmarkt en NMAX. De huidige Alternext kent slechts twee Nederlandse beursnoteringen. De ontwikkeling van een dergelijk beurssegment is niet alleen van belang omdat op deze wijze het MKB de openbare kapitaalmarkt kan betreden. Het verschaft ook durfkapitalisten en informele investeerders een additionele exit-mogelijkheid voor hun investering. Prangend is de constatering dat in het buitenland (met name in Engeland) blijkbaar wel succes op dit vlak is geboekt terwijl dit in Nederland vooralsnog niet zichtbaar is. Liquiditeit zal op een dergelijk beurssegment overigens altijd beperkt blijven. Een dergelijk beurssegment kan tevens dienen als een voorportaal voor een officiële beursnotering zodat het aantal beursnoteringen in Nederland zal toenemen. Nader onderzoek naar de oorzaken van het relatieve echec van de Nederlandse initiatieven om een informele beurs voor MKB-ondernemingen op te richten, is gewenst.

Een mogelijke oplossing is om particuliere beleggers fiscaal te stimuleren om voor een zekere periode te beleggen in beleggingsfondsen die investeren in niet-beursgenoteerde of beursgenoteerde MKB-ondernemingen. Deze beleggingsfondsen zullen als professionele investeerders een bodem onder een beurssegment voor het MKB kunnen leggen. Ook de ontwikkeling van boetiekzakenbanken die ervaring opbouwen over de vraag hoe kleine en middelgrote bedrijven succesvol op de beurs te introduceren, is van belang. Verder kan worden nagedacht over het aanmoedigen van participatiemaatschappijen die bereid zijn een minderheidsbelang in MKB ondernemingen te nemen. Deze participatiemaatschappijen zouden als professionele partijen kunnen handelen op een dergelijk beurssegment.

Een nieuwe vorm van financiering van startende, groeiende en innoverende ondernemingen wordt geboden door crowd funding. Crowd funding betreft het via een website aantrekken van kapitaal bij een groot aantal privé-investeerders die per persoon relatief zeer kleine bedragen in de onderneming investeren. Op dit moment is het niet mogelijk ervaringsconclusies te trekken omdat deze initiatieven van zeer recente datum en dus van zeer beperkte omvang zijn. Wij bevelen regelgevende instanties aan duidelijke randvoorwaarden voor deze nieuwe initiatieven te scheppen en op deze wijze een gezonde ontwikkeling van deze en andere nieuwe financieringsbronnen mogelijk te maken.

Wij bevelen de overheid aan om initiatieven te ondersteunen die beogen de zichtbaarheid van informele investeerders onder ondernemers te vergroten. Dit kan door het samenwerken met bestaande netwerken van informele investeerders en door te leren van buitenlandse successen. Het verdient aanbeveling om te komen tot een informele beurs voor MKB-bedrijven die als voorportaal kan dienen voor een officiële beursnotering. Hiertoe kan worden overwogen om de ontwikkeling van gespecialiseerde beleggingsfondsen die in (niet-)beursgenoteerde MKB bedrijven beleggen te stimuleren. Nieuwe mogelijkheden om innovatieve starters van financiering te voorzien, zoals crowd funding, moeten door de overheid als regelgever worden gefaciliteerd.

Aanbeveling 7. Handhaaf regelingen voor startende, snelgroeiende en innovatieve bedrijven

Een bijzondere positie wordt ingenomen door startende, snelgroeiende en innovatieve ondernemingen met een externe financieringsbehoefte. Deze ondernemingen representeren de ‘ondernemerschapseconomie’ die als een heropleving van de betekenis van kleine bedrijven wordt gezien. Het gaat om kapitaalintensieve starters die over onvoldoende mogelijkheden tot interne financiering of onderpand beschikken om in aanmerking te komen voor bankfinanciering. Ze zijn hiermee aangewezen op extern eigen of mezzanine vermogen verschaft door informele investeerders, regionale ontwikkelingsmaatschappijen of participatiemaatschappijen. Uit de bijgevoegde onderzoeksrapportages blijkt dat deze ondernemingen vaak een structureel financieringsknelpunt ervaren dat ook al bestond voor de financiële crisis. Dit is door de overheid opgepakt door verschillende maatregelen die zich richten op het verruimen van de financieringsmogelijkheden voor deze groep ondernemingen. Zo kan voor innovatieve bedrijven het door het kabinet aangekondigde innovatiefonds een oplossing bieden.

Durfskapitaal (venture capital) speelt een belangrijke rol bij het verschaffen van vermogen aan deze ondernemingen. Het gaat hierbij om financieringsvragen boven een half miljoen euro. Bij de informele investeerders en regionale ontwikkelingsmaatschappijen ligt de ondergrens aanmerkelijk lager. Wij onderschrijven de aanbeveling van de Adviesraad voor het Wetenschaps- en Technologiebeleid (AWT) (2011) om regionale ontwikkelingsmaatschappijen meer met private durfinvesteerders te laten samenwerken.

Wij sluiten ons ook aan bij de aanbeveling van deze Raad om de mogelijkheid te onderzoeken tot oprichting van een dakfonds (fonds van fondsen) dat geld steekt in andere durfskapitaalfondsen die investeren in ondernemingen in een later stadium van ontwikkeling. Dit kan ervoor zorgen dat er een verbeterde exit mogelijkheid ontstaat voor vroege stadia investeringen waardoor dergelijke investeringen worden aangejaagd. De noodzaak tot het verbeteren van de exit mogelijkheden van investeringen is ook aangedragen door de informele investeerders die aan dit onderzoek hebben meegewerkt. Bovendien zorgt de beschikbaarheid van durfskapitaal voor ondernemingen in latere fase van ontwikkeling er tevens voor dat deze ondernemingen betere mogelijkheden hebben

om na de start verder door te kunnen groeien. Vaak zijn dergelijke ondernemingen nog niet winstgevend en beperkt in de mogelijkheden om via de bank financiering te verkrijgen en komen mede door gebrek aan financieringsmogelijkheden in een 'valley of death' terecht. Hier speelt het probleem van teruglopende investeringen van institutionele beleggers in latere stadia venture capital fondsen. Er ontstaat een vliegwieleffect indien Nederlandse institutionele beleggers in fondsen investeren waardoor ook buitenlandse partijen meer geneigd zijn geld in het fonds te steken.

Er blijkt onder participatiemaatschappijen niet zozeer behoefte te zijn aan verdere uitbreiding van de faciliteiten maar eerder aan voortzetting van de huidige regelingen zoals de Technostarter Seed-faciliteit en groeifaciliteit. Voorkomen moet worden dat marktverstoring optreedt door verdere maatregelen. Dit kan leiden tot verdringingseffecten en de rendementen van private investeerders onder druk zetten. Daarnaast kan te veel overheidssteun het risicobewustzijn verlagen. Het gaat om nichemarkten en bedrijven hebben kleine financieringsbedragen nodig. Participatiemaatschappijen geven aan dat de regelingen moeten worden gecontinueerd maar niet verder dienen te worden uitgebreid. Wel moet de overheid zich als betrouwbare partner opstellen en niet zonder overleg eenzijdig besluiten om regelingen op te heffen. Meer bestendigheid, structuur en continuïteit aanbrengen in overheidsmaatregelen is nodig. Een gerelateerd punt is of de overheid ondernemerschap en innovatie niet meer zou moeten stimuleren door middel van een bestendig beleid. Dit zorgt voor meer interessante investeringsmogelijkheden.

Wij bevelen aan om bestaande regelingen voor startende, snelgroeiende en innovatieve ondernemingen te continueren en waar nodig te versterken. Meer bestendigheid, structuur en continuïteit in deze overheidsregelingen is gewenst. Een aandachtspunt is de beschikbaarheid van durfkapitaal voor ondernemingen in een later stadium van ontwikkeling. Hier kan een door overheid gesteund dakfonds dat investeert in durfkapitaalfondsen die dergelijke 'latere stadia'-investeringen doen, gewenst zijn.

5. Conclusie

De financierbaarheid van het Nederlandse bedrijfsleven is momenteel niet in gevaar. Gezonde grote en middelgrote ondernemingen beschikken over een arsenaal aan financieringsmogelijkheden waaronder bankkrediet. Voor veel MKB ondernemingen geldt dat bankkrediet vrijwel de enige financieringsbron is naast het verkrijgen van leverancierskrediet. Dit belemmert de keuzemogelijkheid en kan leiden tot scheefgroei in de balans en het voortijdig afsterven van ondernemersinitiatieven. Banken bevinden zich bovendien momenteel in turbulent vaarwater als gevolg van verliezen uit hoofde van de financiële crisis en als gevolg van het ingrijpen door de nationale en internationale regulerende instanties die solvabiliteit en liquiditeit scherper dan ooit monitoren. Hierdoor is de financiering van MKB-bedrijven niet vanzelfsprekend. Dat geldt in het bijzonder voor de kleine bedrijven en de innovatieve aanjagers.

In dit advies is een algemene oproep aan marktpartijen gedaan om, al dan niet met ondersteuning van de overheid, te komen tot een dialoog over de toekomstige

verhoudingen binnen de financiële sector in Nederland. Daarnaast zijn een aantal aanbevelingen gedaan om de beschikbaarheid van financiering in de toekomst te waarborgen.

Nu zeker mede als gevolg van de crisis zoveel in beweging is, dienen bedrijfsleven, overheid en de financiële sector samen te werken om te komen tot een dergelijke visie. Gebleken is dat hiertoe betere en meer uniforme informatie over de financiële sector beschikbaar moet komen. In het bijzonder is informatie over de kredietverlening uitgesplitst naar sector en grootte klassen gewenst. Iedere bank gebruikt nu zijn eigen rapportage systeem wat aggregatie van deze voor beleidsmakers belangrijke gegevens in de weg staat.

Bij het doen van aanbevelingen is bijzondere aandacht geschonken aan MKB ondernemingen en starters omdat deze ondernemingen in de toekomst naar onze verwachting te maken zullen krijgen met selectieve beschikbaarheid van krediet en hogere risico-opslagen van banken. In het verleden heeft de Nederlandse overheid al een indrukwekkend ruim pakket van maatregelen genomen om financieringsproblemen van ondernemingen het hoofd te bieden daar waar dat verantwoord was. De overheidsmaatregelen lijken voorlopig voldoende om deze effecten op te vangen. De vraag is of dit ook zo zal zijn als de financieringsvraag weer toeneemt indien het economisch herstel zich aandient. Ondernemingen met houdbare groei kunnen immers last ondervinden van gecumuleerde verliezen op het eigen vermogen zodat hun groei enkele jaren ernstig kan worden belemmerd. Aanjagers ofwel supergroeiers ('gazellen') zullen verhoogde externe financieringsbehoefte tonen.

De economische groei kan worden getemperd door te weinig flexibiliteit aan de aanbodzijde en te weinig professionele aanpak aan de vraagzijde. Wat dit laatste betreft, bevelen wij aan om ondernemers te helpen bij het beter voorbereiden van hun financieringsaanvraag en de kwaliteit van informatievoorziening te verbeteren. Dit zal banken en investeerders helpen om snellere en meer geïnformeerde beslissingen te nemen. Banken zullen ongetwijfeld ook in de toekomst een belangrijke rol blijven spelen bij het financieren van ondernemingen. In de toekomst zullen we daarom niet om een goed functionerende bankfinanciering heen kunnen om aan de totale vraag naar financiering te voldoen. Diversificatie van financieringsbronnen in het MKB is echter van belang in het bijzonder voor startende, snelgroeiende en innovatieve ondernemingen die op zoek zijn naar financiering maar hiervoor vaak niet bij de bank terecht kunnen. Wij bevelen aan om de financieringskeuzes in het MKB te vergroten, de samenwerking tussen het bankwezen en andere vermogensverschaffers aan te moedigen en te helpen om externe eigen vermogensverschaffers onder ondernemers meer zichtbaar te maken. Wij raden de overheid aan om regelingen voor startende, snelgroeiende en innovatieve bedrijven voorlopig te handhaven. Tot slot is van belang te onderzoeken of de eens zo belangrijke markt voor onderhandse leningen in Nederland opnieuw tot leven kan worden gewekt en of het mogelijk is om een hernieuwde poging te doen tot het opzetten van een informele beurs voor MKB ondernemingen.

Geraadpleegde literatuur

Adviesraad voor het Wetenschaps- en Technologiebeleid (AWT, (2011), Kapitale kansen: Slim geld voor ambitieuze ondernemers, 71 blz.

Duffhues, P.J.W. (2006), Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten, derde druk, (Stenfert Kroese).

Duffhues, P.J.W. en P.C.de Goeij (2010), Het investerings/financierings- gedrag van rechtspersoonlijkheid bezittende ondernemingen, CentER Applied Research, Onderzoek ten behoeve van het Ministerie van Economische Zaken, juni, 172 blz.

EIM, (2011), Financiering van MKB bedrijven, 96 blz.

Gast, A. (2011), Onderhandse leningen: Logisch instrument voor institutionele beleggers en kapitaalmarkt? (Voordracht voor VBA Amsterdam 28 april).

Hau, Arthur (2011), Pricing of Loan Commitments for Facilitating Stochastic Liquidity Needs, *Journal of Financial Services Research*, Vol.39, Nos.1-2, pp.71-94.

Jongman, C.D. (1970), De markt voor onderhandse leningen in Nederland, (Publikatie van het Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, no.4, (Kluwer).

Maskara, P.K. en D.J. Mullineaux (2011), Small Firm Capital Structure and the Syndicated Loan Market, *Journal of Financial Services Research*, Vol.39, Nos.1-2, pp.55-70.

Taskforce Kredietverlening (2010), (Commissie Hermans), Den Haag, 46 blz.

Thurik, R. (2011), De ondernemerschapseconomie, *ESB dossier Ondernemers.nl*, april, blz. 4-12.

3

Position paper prof. Duffhues en
prof. Roosenboom

Ondernemingsfinanciering nu en in de toekomst

10 maart 2011

Prof. dr. Piet J.W. Duffhues (Universiteit van Tilburg)

Prof.dr. Peter Roosenboom (Rotterdam School of Management)

In opdracht van Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie (Den Haag)

1. Inleiding

Doel van deze notitie is het geven van een kwalitatieve analyse van en het formuleren van een eigen visie op de door ondernemers en politici gepercipieerde problemen met betrekking tot de financiering van Nederlandse ondernemingen, in het bijzonder het MKB betreffende. De relevantie van dit onderwerp schuilt in de zorg van de overheid voor de groei van de nationale economie. Het is van groot belang eventueel tekortschietend gedrag van ondernemers (onjuiste keuzes; imperfecties) en/of van deelmarkten van financiële markten (tekortschietende werking en het optreden van 'finance gaps') te traceren en het overheidsbeleid daarop af te stemmen. Een reden tot herbezinning is de in sterke mate toegenomen dominantie van het externe perspectief op (beurs)ondernemingen vanuit de financiële markten. Dit heeft ertoe geleid dat ondernemingen aan interne medewerkers de eisen van deze markten meer dan voorheen moeten verduidelijken en daarbij aangepast gedrag verwachten (Boot, 2009). Belangentegenstellingen tussen vermogensverschaffers ('financiers') en (beurs)onderneming en het bestaan van asymmetrische informatieproblemen (het 'adverse selection' en 'agency' probleem) lokken meer dan ooit discussie uit over de afweging tussen kortetermijnbelangen en langetermijnbelangen en de verdeling van zeggenschap (Morck en Yeung, 2010). Een andere reden tot herbezinning is dat de overheid zelf contractpartij is geworden op de financiële markten: zij treedt in noodsituaties (ING, SNS, ABN AMRO) zelf op als financier van in het bijzonder financiële instellingen. Beleggers zijn hierdoor beïnvloed in hun bereidheid om zowel diezelfde overheid als ondersteunde banken leenkapitaal te fourneren.

Hoewel het aantal kwantitatieve onderzoeksrapporten dat over de financiering van ondernemingen in het verleden is uitgebracht, talrijk mag worden genoemd, heeft de overheid behoefte aan een nadere kwalitatieve positiebepaling zeker sinds het uitbreken van de financiële crisis medio 2007 en de mede daaruit voortgekomen recessie.

In deze notitie die in een conceptversie begin 2011 aan een aantal financieringsexperts in het land is voorgelegd voor becommentariëring en die als basis heeft gefungeerd voor ingestelde deelonderzoek(en) en voor de conclusies en aanbevelingen in dit rapport wordt een zo volledig mogelijk beeld geschetst van de verschillende financieringsvormen en de gevolgen van de kredietcrisis. Grote dank gaat uit naar een dertigtal experts uit overheid, bedrijfsleven en universiteiten die bereid waren en tijd vonden om soms op persoonlijke titel hun waardevol commentaar aan te leveren. Hun opmerkingen zijn zoveel mogelijk verwerkt in deze nota. Paragraaf 2 bespreekt de standaardfinancieringstheorie en paragraaf 3 gaat in het kort in op de vraag hoe volgens deze financieringstheorie ondernemingen financieringsbeslissingen nemen. Paragraaf 4 geeft een kort overzicht van de huidige staat van ondernemingsfinanciering in Nederland. Paragraaf 5 presenteert een aantal aandachtspunten voor ondernemingsfinanciering in de toekomst. Paragraaf 6 beschrijft wat ondernemingen zouden kunnen doen om eventuele financieringsproblemen op te lossen. Paragraaf 7 formuleert een aantal aanbevelingen voor verder deelonderzoek. Een overzicht van geraadpleegde literatuur vormt de afsluiting van deze notitie.

2. Standaardfinancieringstheorie

De financiering van ondernemingen krijgt in Nederland en andere landen extra aandacht sinds het ontstaan van de financiële crisis vanaf medio 2007. Ondernemingen ervaren een ‘verkilling’ van financiële markten en als gevolg een verhoging van hun vermogenskosten.

Ondernemingen trachten volgens de standaardtheorie de vermogensstructuur zodanig in te richten dat de vermogenskosten worden geminimaliseerd. Doel is derhalve het optimaliseren van de vermogensstructuur met waardeschepping als doelvariabele. Financiering betreft dus niet alleen de beschikbaarheid van één enkel financieel instrument zoals leningen waartoe het financieringsvraagstuk in de praktijk veelal wordt beperkt. Ook het onderzoeksrapport van de Taskforce Kredietverlening (December 2010) kiest al te zeer deze nauwe invalshoek voor bestudering van de vermogensstructuur van ondernemingen. In de naamgeving van de Taskforce wordt de beperking zelfs al zichtbaar door de concentratie op kredietverlening. Het gevolg is dat de cruciale afweging tussen het gebruik van eigen vermogen, hybride vermogen (zoals mezzanine vermogen) en vreemd vermogen volkomen achterwege blijft. Het concept van een ‘optimale’ vermogensstructuur die in de literatuur alom wordt gedefinieerd als de vermogensstructuur die de minimale vermogenskosten oplevert, wordt in het rapport zelfs niet genoemd.

Het zijn veelal beursondernemingen die waardecreatie als doelstelling hebben met als gevaar dat deze ondernemingen zich onder druk van investeerders teveel richten op de korte termijn. Niet-beursondernemingen die het overgrote deel vormen in het Nederlandse bedrijfsleven, kennen een andere doelstelling. Wij duiden in deze notitie deze ondernemingen gemakshalve aan als de verzameling van kleine en middelgrote ondernemingen (het MKB). Ondernemers in het MKB zeggen veelal eerder te streven naar handhaving van de continuïteit van de onderneming en zeggenschap over de onderneming dan naar waarde maximalisatie. Het behalen van een bevredigende winst is randvoorwaarde. Vaak wordt in MKB bedrijven de vermogenskosten niet eens terugverdiend. Dit tekort wordt gecompenseerd door de (nuts)waarde van een zekere sociale status of het belang van het gezin van de ondernemer (Expertgroep KMO Financiering, 2007, blz. 15). Deze meer op persoonlijk nut gerichte doelstelling van MKB bedrijven neemt uiteraard niet weg dat ook het MKB in haar financieringskeuze een zo rationeel mogelijke afweging zal (moeten) volgen om te overleven. Altijd zal bij de ondernemer de vraag moeten overheersen: hoe moet ik de investeringen in vaste en vlottende activa optimaal financieren? Dit ongeacht de vraag of het een beursonderneming of een niet-beursonderneming betreft. Dit laat onverlet dat de aard en het aantal imperfecties waarmee bij het maken van de financieringskeuze rekening moet worden gehouden, voor deze twee groepen ondernemingen verschillen. Kader 1 toont de verschillen in financiële structuur naar grootteklasse.

Kader 1: Financiële gegevens naar grootteklasse

MKB ondernemingen kennen in vergelijking tot het grootbedrijf meer gebruik van (kortlopend) vreemd vermogen zoals leverancierskrediet. Zowel het grootbedrijf en het MKB hebben te kampen met een teruglopende winstgevendheid en daarmee zijn mogelijkheden tot winstinhouding ingeperkt. Het is belangrijk op te merken dat het CBS een andere definitie van MKB heeft gebruikt (Tabel 2, balanstotaal ≤ 23 miljoen euro) dan EIM (Tabel 3, bedrijven tot 100 werkzame personen).

Tabel 1: Financiële gegevens van grootbedrijf

	Eigen vermogen (%)	Langlopende schulden (%)	Kortlopende schulden (%)	Handelscrediteuren (%)	Resultaat voor belasting (%)
2000	39.1%	22.6%	24.6%	5.6%	10.0%
2001	38.1%	23.9%	25.0%	5.0%	3.4%
2002	36.7%	22.2%	27.8%	4.9%	3.4%
2003	39.6%	22.9%	24.5%	5.0%	6.0%
2004	39.8%	21.9%	25.2%	5.1%	7.5%
2005	42.9%	22.4%	22.8%	5.3%	11.9%
2006	44.2%	21.5%	22.7%	5.1%	11.1%
2007	45.6%	22.1%	21.1%	5.3%	12.5%
2008	43.9%	24.8%	20.9%	5.1%	8.5%
2009 *	45.8%	24.8%	19.9%	4.6%	5.5%

Noot: Tabel toont de financiën van het grootbedrijf (balanstotaal > 23 miljoen euro) in de niet-financiële sector (alleen rechtspersonen). Alle percentages zijn uitgedrukt als percentage van balanstotaal en berekend door aan de hand van aggregierte gegevens. * voorlopige realisatie. Bron: CBS Statistiek financiën van ondernemingen (alleen rechtspersonen).

Tabel 2: Financiële gegevens van het MKB

	Eigen vermogen (%)	Langlopende schulden (%)	Kortlopende schulden (%)	Handelscrediteuren (%)	Resultaat voor belasting (%)
2000	30.0%	N.B.	N.B.	N.B.	8.2%
2001	30.6%	N.B.	N.B.	N.B.	7.0%
2002	29.7%	N.B.	N.B.	N.B.	5.8%
2003	29.5%	N.B.	N.B.	N.B.	5.8%
2004	30.3%	N.B.	N.B.	N.B.	6.8%
2005	31.2%	22.3%	25.0%	11.4%	7.9%
2006	30.9%	23.0%	25.0%	11.7%	9.0%
2007	31.6%	23.8%	24.0%	11.6%	11.3%
2008	32.6%	24.6%	23.7%	10.4%	8.9%
2009 *	33.7%	24.7%	22.9%	9.9%	7.5%

Noot: Tabel toont de financiën van MKB ondernemingen (balanstotaal ≤ 23 miljoen euro) in de niet-financiële sector (alleen rechtspersonen). Alle percentages zijn uitgedrukt als percentage van balanstotaal en berekend door aan de hand van aggregierte gegevens. N.B. is niet beschikbaar. * voorlopige realisatie. Bron: CBS Statistiek financiën van ondernemingen (alleen rechtspersonen).

Tabel 3: Financiële gegevens van het niet-financiële bedrijfsleven naar grootteklasse, 2009*

	Totaal	MKB	Waarvan			Groot
			Klein (nrp)	Klein (rp)	Midden	
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%

Noot: Tabel toont financiële gegevens het van niet-financiële bedrijfsleven. MKB is gedefinieerd als ondernemingen met maximaal 100 werkzame personen nrp en rp staat voor niet-rechtspersonen en rechtspersonen, respectievelijk. * voorlopige realisatie. Bron: EIM, 2011, Tabel 3, pagina 21.

3. Hoe nemen ondernemingen volgens de theorie hun financieringsbeslissingen?

Het is allereerst belangrijk nader inzicht te verkrijgen in hoe ondernemingen geacht worden financieringsbeslissingen nemen. Ondernemingen maken een afweging tussen het gebruik van eigen vermogen, hybride (mezzanine) vermogen en vreemd vermogen. Ondernemingen zijn hierbij op zoek naar een optimale vermogensstructuur die de laagste vermogenskosten met zich meebrengt. De vermogenskosten bestaan uit een gewogen gemiddelde van de kosten van vreemd vermogen en van eigen vermogen.

Verskillende financieringsvormen

De meeste ondernemingen zijn gefinancierd met een combinatie van eigen en vreemd vermogen. Eigen vermogen kan intern worden opgebouwd door winstinhouding. Er kan ook eigen vermogen van buiten de onderneming worden aangetrokken door nieuwe aandelen uit te geven op de onderhandse of openbare kapitaalmarkt. Investeerders verschaffen dit risicodragend kapitaal in ruil voor een aandelenbelang en zeggenschap in de onderneming. Vreemd vermogen betreft de schulden die het bedrijf heeft. Hierbij kan onderscheid worden gemaakt tussen vreemd vermogen op de lange en vreemd vermogen op de korte termijn. Vreemd vermogen op de lange termijn bestaat onder meer uit bankleningen, obligatieleningen en onderhandse leningen. Vreemd vermogen op de korte termijn betreft veelal leverancierskrediet en bankkrediet in rekening courant ("rood staan"). Mezzanine financiering positioneert zich tussen eigen en vreemd vermogen in. Een voorbeeld zijn converteerbare leningen die onder vooraf afgesproken voorwaarden om te zetten zijn in aandelen.

Interne financiering of financiering door onderneming of ondernemer zelf

De financieringstheorie stelt dat ondernemingen hun vermogenskosten minimaliseren door allereerst te kiezen voor de goedkoopste vorm van financiering: interne financiering door middel van winstinhouding. Door winst in te houden (en niet aan de aandeelhouders uit te keren in de vorm van een dividend) kan het eigen vermogen worden versterkt. Inhouding van winst wordt hierbij begrensd door het dividendbeleid van de onderneming. Het is daarnaast ook mogelijk om het eigen vermogen te verstevigen door inbreng van

privémiddelen van de ondernemer. Dit speelt in het bijzonder bij MKB ondernemingen waar er een dunne scheidslijn bestaat tussen privé en ondernemingsvermogen. De ondernemer geeft hierbij echter wel diversificatievoordelen op (“alle eieren in een mandje”) en moet dus een weloverwogen besluit nemen om zijn resterende privémiddelen aan te wenden ter financiering van zijn/haar onderneming. Indien winsthouding of privémiddelen niet voldoende zijn ter financiering van geplande investeringen dient pas een beroep te worden overwogen op extern vermogen.

Externe financiering: vreemd vermogen

In geval van externe financiering zal de onderneming in beginsel vaak kiezen voor vreemd vermogen. Hierbij moet worden gedacht aan de financiering van de vlottende activa door het aangaan van leverancierskrediet en het verkrijgen van uitstel van betaling aan partijen als de belastingdienst en zakelijke dienstverleners. Naast deze vormen van vreemd vermogen die direct samenhangen met het werkkapitaalbeheer komen ook autonoom afgesloten financieringstransacties zoals bankkrediet en kasgeldleningen voor. Vreemd vermogen levert voor de verschaffer ervan meestal minder risico en is dus goedkoper dan eigen vermogen dat een restinkomen genereert. Vreemd vermogen gaat gepaard met een zeker mate van zekerheidsstelling. De onderneming verplicht zich de lening binnen een gestelde termijn af te lossen. Indien de onderneming hierbij in gebreke blijft kunnen verschaffers van vreemd vermogen als uiterste mogelijkheid het faillissement van de onderneming aanvragen en de bezittingen van de onderneming verkopen zodat alsnog (een gedeelte van) de aan hen verschuldigde bedragen kunnen worden terugbetaald. Overigens is een faillissement om dit doel te bereiken niet altijd vereist. Vreemd vermogen kent ook een fiscaal gunstiger behandeling dan eigen vermogen. De rente op schulden is fiscaal aftrekbaar.

Naarmate meer met vreemd vermogen wordt gefinancierd wordt de onderneming kwetsbaarder voor betalingsproblemen. De onderneming dient daarom het voordeel van de fiscaal gunstige behandeling van vreemd vermogen af te ruilen met de steeds hoger wordende kans op betalingsproblemen en daaraan verbonden kosten. Er is voor elke onderneming een maximum aan schuld die kan worden gedragen zonder dat de continuïteit van de onderneming in gevaar komt. Deze maximum leencapaciteit kan zich over de tijd wijzigen afhankelijk van de economische vooruitzichten en financiële situatie van de onderneming.

De in de inleiding reeds genoemde informatieproblemen spelen niet alleen een rol van betekenis bij de aantrekking van eigen vermogen (zie hierna) maar ook bij de aantrekking van vreemd vermogen. De informatie waarover het management beschikt en waarover verstrekkers van kredieten en leningen beschikken kan uiteenlopen en van invloed zijn op de bereidheid vreemd vermogen te verstrekken. Daarnaast kunnen dergelijke asymmetrische informatieproblemen van invloed zijn op de condities waaronder de leningen worden verstrekt. Rente en aflossing kunnen vanwege deze informatie-asymmetrie meer of minder onzeker zijn. Beleggers zullen voor het dragen van onzekerheid gecompenseerd willen worden bijvoorbeeld in de vorm van een risicopremie en/of onderpanden en/of het opleggen van ‘covenants’ die het bestuur beperkingen op

legt ten aanzien van bijvoorbeeld dividendbeleid en de mogelijkheid tot verkopen van activa.

Externe financiering: eigen vermogen

Als de leencapaciteit volledig is benut en/of de kosten van vreemd vermogen versneld stijgen zal de onderneming overwegen om met extern eigen vermogen te financieren. Het financieren met eigen vermogen is duurder dan het gebruik van andere vermogensvormen. Ten eerste wordt eigen vermogen niet fiscaal gesubsidieerd zoals vreemd vermogen. Ten tweede is eigen vermogen risicovoller dan vreemd vermogen. Verschaffers van eigen vermogen kennen geen zekerheidsstelling. Ze delen mee in de onzekere winst en lopen daarmee meer risico. Ten derde kampen ook de verschaffers van eigen vermogen met informatieproblemen, in het algemeen zelfs in hogere mate dan de vreemd vermogensverschaffers (zie hierboven). De ondernemer weet ten tijde van het aantrekken van eigen vermogen meer over de toekomstige vooruitzichten van de onderneming dan de investeerders. Dit geeft de ondernemer de mogelijkheid om aandelen tegen een te hoge prijs te verkopen op het moment dat investeerders overoptimistisch zijn over de toekomst. Investeerders zullen om die reden de beslissing om eigen vermogen aan te trekken wantrouwen. Ze zullen ter bescherming tegen dit *adverse selection* probleem overgaan tot een verlaging van de prijs die ze bereid zijn voor de aandelen te betalen (en dus de kostenvoet van het eigen vermogen verhogen). Een ander informatieprobleem is dat de ondernemer het opgehaalde geld kan aanwenden om te investeren in projecten die niet voldoende rendement opleveren om investeerders te compenseren voor het door hen gelopen risico. Dit betreft het *agency* probleem. Investeerders zullen om die reden zeggenschap in de onderneming vereisen en toezicht willen houden op de ondernemer na de investering en/of de prijs die ze bereid zijn te betalen voor de aandelen verlagen (en dus de kostenvoet van het eigen vermogen verhogen).

De kosten van deze informatieproblemen worden dus in theorie uiteindelijk door de onderneming gedragen. In de praktijk kunnen dergelijke informatieproblemen echter grote invloed uitoefenen op de beschikbaarheid van eigen vermogen. Indien investeerders niet volledig geïnformeerd zijn kan het voorkomen dat deze achteraf een te hoge prijs voor hun aandelen hebben betaald en daarmee de kosten van deze informatieproblemen voor hun rekening komen. De invloed op de beschikbaarheid en de prijs van het eigen en vreemd vermogen is overigens niet hetzelfde. Eigen vermogen is als meest risicodragend vermogen ook het meest gevoelig voor de inschattingsproblemen die het optreden van asymmetrische informatie met zich meebrengt. Zoals eerder vermeld bestaat bij vreemd vermogen doorgaans meer zekerheid.

De algemene betekenis van het verschijnsel van de asymmetrische informatie tussen ondernemingen en vermogensverschaffers werd hiervoor gedeut. Deze betekenis verschilt tussen eigen en vreemd vermogen. Kader 2 vat dit samen.

Eigen vermogen is als meest risicodragend vermogen ook het meest gevoelig voor de inschattingproblemen die het optreden van asymmetrische informatie met zich meebrengt. Bij vreemd vermogen is er doorgaans meer zekerheid. De invloed van het informatieprobleem op de beschikbaarheid en de prijs van het vermogen is dan ook niet dezelfde. Het informatieprobleem speelt ook bij de uitgifte van nieuwe vermogenstitels omdat de emitterende onderneming vaak over meer informatie beschikt dan potentiële inschrijvers die achteraf gezien mogelijk een te hoge emissieprijs hebben betaald.

Naast het feit dat eigen vermogen duurder is zijn ondernemers in het MKB vaak terughoudend met het aantrekken van eigen vermogen omdat deze vermogensverschaffers in ruil voor hun investering een aandelenbelang en daarmee zeggenschap in de onderneming wensen te verwerven hetgeen op bezwaren kan stuiten van de zittende aandeelhouders.

Aanbod van vermogen

In bovenstaande discussie is er vanuit gegaan dat de gevraagde financiering ook te allen tijde beschikbaar is. Een dergelijk zogeheten ‘perfect elastisch’ aanbod is echter geen vanzelfsprekendheid. In de praktijk kan het voorkomen dat ondernemingen niet de gewenste financiering kunnen verkrijgen vanwege (tijdelijke) fricties. De huidige kredietcrisis heeft de kosten, risico inschattingen en beschikbaarheid van verschillende vermogensvormen in sterke mate beïnvloed. Zo is de positie van banken geraakt doordat zij plotseling werden geconfronteerd met een markt waarin de kosten van aan te trekken gelden onverwacht stegen.

Aanbieders van vermogen zijn hoofdzakelijk professioneel geleide financiële instellingen die hun rendementseis aanpassen aan het gepercipieerde risicoprofiel van het desbetreffende financieringsinstrument. Hierbij worden MKB ondernemingen veelal gekenmerkt door een beperkte beschikbaarheid van informatie. Deze asymmetrische informatie problemen veroorzaken extra zoekkosten en risico's voor de aanbieder van vermogen die vervolgens worden doorberekend aan de onderneming. Het aanbod van extern eigen vermogen is beneden een bepaalde grens door deze informatieproblemen schaars en/of extra duur.

De beschikbaarheid van vermogen wordt tevens bepaald door de regelgeving waaraan financiële instellingen moeten voldoen. Zo anticiperen financiële instellingen nu reeds op verzwaarde kapitaal(les:solvabiliteits)eisen zoals het FTK, Solvency II en Basel III voorschrijven. Ook de gevolgen van de verhoogde liquiditeitseisen mogen niet worden onderschat. Banken worden hierdoor beperkt in hun mogelijkheid om langlopende uitzettingen te financieren met kortlopend vermogen. Een belangrijke vraag is of en hoe snel deze verschepte regelgeving door zal werken in de volumina en de prijzen van het aanbod van vermogenstitels. De vragers naar vermogen worden in dergelijke situaties geconfronteerd met hogere vermogenskosten dan wel met tijdelijk verminderd aanbod op bepaalde deelmarkten. Deze zeer uitzonderlijke situatie deed zich recentelijk voor tijdens de financiële systeemcrisis van de jaren 2008-2009 toen banken zelf een overlevingsstrijd

moesten voeren als gevolg van het optreden van grote verliezen die voortvloeiden uit de wereldwijde schokken in het financiële systeem en toen de markt voor interbancair krediet grotendeels stil kwam te liggen. In de volgende paragraaf zullen we de huidige ondernemingsfinanciering in Nederland beschrijven.

4. Ondernemingsfinanciering nu

De gevolgen van de kredietcrisis

In deze paragraaf geven we een kort overzicht van ondernemingsfinanciering in Nederland aan de hand van recente onderzoeken. Het Nederlandse bedrijfsleven kampt met de gevolgen van de kredietcrisis en economische crisis die daarop volgde. De omzet en brutowinst staan onder druk door teruglopende vraag naar goederen en diensten uit binnen- en buitenland. Een extra beperking resulteert uit de gestegen rentekosten die uit de brutowinst moeten worden voldaan. Hiermee zijn de mogelijkheden tot interne financiering door middel van winsthouding voor de meeste ondernemingen beperkt.

Het merendeel van de ondernemingen tracht de crisis te overleven ondermeer door in te teren op hun opgebouwde voorzorgskas, investeringen uit te stellen en kostenoptimalisatie (KPMG, 2009). Daarnaast trachten sommige ondernemingen gedurende de crisis hun positie ten opzichte van zwakkere concurrenten in de bedrijfstak te verbeteren. Deze ondernemingen ontwikkelen nieuwe producten, nieuwe productiemethoden, betreden nieuwe markten en nemen andere bedrijven over. Daarnaast biedt de crisis kansen voor nieuwe ondernemingen en nieuwe technologieën. Dit heeft te maken met het proces van creatieve destructie waarbij de gevestigde ondernemingen met de minst efficiënte technologie het onderspit delven en daarmee ruimte maken voor nieuwe ondernemingen die efficiëntere technologie gebruiken.

De behoefte aan financiering hangt nauw samen met de vraag hoe de onderneming reageert op de crisis. De additionele vermogensvraag is afhankelijk van een toename van de vaste activa en/of het brutowerkkapitaal. Veel ondernemingen stellen investeringen uit en hebben daarmee momenteel geen netto financieringsbehoefte (anders dan het herfinancieren van bestaande schulden). Deze ondernemingen passen hun groeipad aan de verslechterde economische omstandigheden aan. Daarnaast is er door de crisis sprake van een terugloop in het aantal startende ondernemingen en een groter aantal faillissementen. Dit zorgt voor verdere vraaguitval. Er blijft echter een groep bedrijven die wel een financieringsbehoefte heeft. Hetzij omdat hun schulden geherfinancierd moeten worden of uitbreidingsinvesteringen in vaste activa of werkkapitaal willen doen om zo sterker uit de crisis te komen. Ondernemingen in het MKB zijn ter financiering van dergelijke investeringen vooral aangewezen op bancaire financiering. Het verstrekken van extern eigen vermogen aan MKB ondernemingen speelt in Nederland een minder belangrijke rol. Zie ook kader 1.

Bancaire financiering

Hoe staat het met het aanbod van bankfinanciering in Nederland? Banken zijn financiële intermediairs die in nagenoeg alle landen een belangrijke positie innemen als aanbieder van vreemd vermogen. Dit geldt heel in het bijzonder voor het MKB dat weinig alternatieven heeft. Grootbedrijven zijn vaak ook in belangrijke mate gefinancierd met bankkrediet maar deze kunnen als ze aan een aantal voorwaarden voldoen (zoals grootte en credit rating) uitwijken naar de markt voor lang vreemd vermogen, in het bijzonder obligatievermogen. De openbare obligatiemarkt fungeert voor dergelijke grote ondernemingen dus als substituut voor (lang)lopend bancair krediet. Ondernemingen die niet in aanmerking komen, zijn aangewezen op de onderhandse markt van leenvermogen. Het nagenoeg ontbreken van deze markt voor het MKB is een punt van zorg in Europese landen waaronder Nederland. Hiermee hebben MKB ondernemingen minder toegang tot financiering door niet-banken dan bijvoorbeeld in de VS waar financiering minder bank en meer markt gerelateerd is (Boot, 2009).

Kader 3: Onderhandse leenmarkt voor het MKB

Erkend moet worden dat het opzetten van een onderhandse leenmarkt voor het MKB zeker aanvankelijk zal worden gehinderd door een voorspelbaar gebrek aan liquiditeit maar dat mag geen reden zijn om een gewenste toevoeging aan de financiële infrastructuur niet op zijn minst te overwegen. Zelfs de bestaande publieke obligatiemarkt is voor grote publieke ondernemingen doorgaans al weinig liquide en minder liquide dan de aandelenmarkt. Toch heeft deze markt reden van bestaan. De liquiditeit van leningen aan het MKB kan worden bevorderd door de techniek van securitisering te volgen op zodanige wijze dat de negatieve ervaringen van de systeemcrisis worden verwerkt in de constructie van Asset Backed Securities (ABS). Er zijn aanwijzingen dat financiële instituten een belegging in dergelijke ‘verpakte’ leningen niet op voorhand afwijzen. Belangrijke afweging is de vraag of het kredietrisico van dergelijke portefeuilles goed wordt beheerd en tegen acceptabele kosten voor de beleggers. Mogelijk zijn ook particuliere beleggers bereid in dergelijke constructies te beleggen, al dan niet na fiscale stimulering.

Gedurende de crisis zijn banken de kredietbehoefte van ondernemingen (ook het MKB) redelijk blijven dekken (Taskforce Kredietverlening, 2010). De totale zakelijke kredietverlening is zelfs gestegen, hoewel de groei lager is in vergelijking tot het verleden. Deze macrocijfers van DNB bieden echter onvoldoende inzicht in de kredietverlening aan het MKB of in welke mate bestaande kredietlijnen zijn ingeperkt. Het lijkt erop dat banken hoofdzakelijk leningen op korte termijn hebben verstrekt om zo bestaande leningen te herfinancieren. Indien gekeken wordt naar nieuwe leningen blijkt deze in alle kredietklassen te zijn gedaald maar relatief het meest in het de kredietklassen boven 10 miljoen euro (Taskforce Kredietverlening, 2010). Het is duidelijk dat banken kritischer zijn geworden en dat bankkredieten duurder zijn geworden. Dat is deels veroorzaakt door hogere financieringskosten van banken zelf die worden doorberekend aan ondernemingen (Boonstra en Groeneveld, 2010). Anderzijds hebben banken ruime marges kunnen contracteren op basis van de door de ECB geboden goedkope ruimte om krediet op te nemen.

Er zijn voorzichtige tekenen dat banken nu soepeler omgaan met leenvoorwaarden bij herfinanciering met kortlopende leningen en dat de rente op zakelijke kredieten aan het

afnemen is (Taskforce Kredietverlening, 2010). Beoordelingscriteria voor langlopende leningen blijven nog altijd aangescherpt. Dit herbergt het risico in zich dat ondernemingen langlopende investeringen uitstellen omdat deze niet in alle gevallen met langlopende leningen gefinancierd kunnen worden. Banken blijven tevens terughoudend met de omvang van de verstrekte leningen en er worden mede door de teruglopende financieringsbehoefte minder nieuwe leningen verstrekt.

De door de overheid geïntroduceerde garantiemaatregelen hebben tot doel de kredietverstrekking te verruimen. Bedrijven met goede ondernemingsplannen, management en een goed track record dienen zo toegang te behouden tot bancaire financiering. Dit wel in aanmerking nemend dat de vermogenskosten zijn gestegen in de nieuwe economische situatie. Aan ondernemingen die in de kern ongezond zijn en/of een te hoog risicoprofiel hebben wordt echter door banken geen geld geleend. Dit zorgt ervoor dat de minst gezonde ondernemingen verdwijnen en er geen nieuwe grote post 'slechte' leningen ontstaat. Banken voeren hiermee een verantwoord risicobeleid. De overheid zou er voor moeten waken dat steunmaatregelen niet worden gebruikt om ongezonde bedrijven overeind te houden. Onverantwoorde (prijszetting van) kredietverlening kan tot een grote post slechte leningen en later tot aanmerkelijke verliezen, leiden.

Er dient bijzonder te worden gelet op de beschikbaarheid van leningen aan kleine ondernemingen (tot 10 werknemers). Deze ondernemingen zijn volgens gangbare opvattingen voor banken vaak minder winstgevend gelet op de kosten verbonden aan het beoordelen van deze kleine kredietaanvragen. Daar staat tegenover dat de wijze van kostentoerekening hierbij doorslaggevend kan zijn voor de conclusie. Banken verlenen immers ook andere diensten aan dergelijke ondernemingen. De Taskforce Kredietverlening (2010) heeft onlangs gesignaleerd dat deze kleinere ondernemingen meer behoefte hebben aan kennis over en begeleiding in het proces van kredietverlening.

Startfinanciering

Een bijzondere positie wordt ingenomen door startende ondernemingen en bedrijven die innovatieve of duurzame investeringsprojecten willen financieren. Interne financiering behoort voor deze jonge bedrijven vaak niet tot de mogelijkheden. Inbreng van privémiddelen is vaak niet voldoende het project volledig te financieren. Banken zijn door gebrek aan onderpand en bewezen track record vaak niet bereid deze ondernemingen krediet te verschaffen. Dit betekent dat deze ondernemingen aangewezen zijn op extern eigen of mezzanine vermogen (zie paragraaf 3). Het is dus van belang dat dit vermogen beschikbaar is omdat anders jonge ondernemingen hun groeiplannen niet kunnen realiseren. Een gebrekkig aanbod van extern eigen of mezzanine vermogen levert een probleem op aangezien het juist deze ondernemingen zijn die zorgen voor dynamiek in de economie en daarmee het proces van creatieve destructie vormgeven. Dit probleem dateert overigens uit de periode voor de kredietcrisis. Technostarters en innovatieve ondernemingen ondervonden destijds al moeilijkheden met het vinden van financiering.

In Nederland is in de afgelopen jaren een groot aantal maatregelen getroffen om deze

mogelijke financieringsknelpunten op te lossen. Zo is er sinds 2007 de Groeifaciliteit waarbij de overheid garant staat voor maximaal de helft van het risicokapitaal (tot een maximum van 25 miljoen euro). Daarnaast zijn er ook regelingen zoals risicodragend innovatiekrediet die specifiek tot doel hebben om innovatieve ondernemingen te financieren (tot een maximum van 5 miljoen euro). Er bestaat een regeling die het voor particulieren fiscaal aantrekkelijk maakt om geld te lenen aan beginnende ondernemers: de durfkapitaal-regeling. Tot slot is er de Technopartner Seedfaciliteit met als doel de onderkant van de Nederlandse risicokapitaalmarkt te stimuleren en te mobiliseren, zodanig dat de technostarters en/of creatieve starters in hun kapitaalbehoefte kunnen worden voorzien.

De Nederlandse markt voor startkapitaal is volgens cijfers van de NVP ondanks de crisis op peil gebleven. Omdat investeerders in jonge bedrijven vooral de langere termijn perspectieven beoordelen heeft de huidige economische crisis volgens de NVP beperkte gevolgen. Naar onze mening is de markt voor startfinanciering in Nederland erg afhankelijk van de door de overheid getroffen maatregelen, meer dan bijvoorbeeld in de VS. Het is veelzeggend dat op de ranglijst van meest actieve investeerders in technostarters de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen de bovenste plaatsen bezetten (Tornado Insider, 2010). De grote rol die de overheid speelt in deze markt voor startfinancieringen vraagt om een periodieke evaluatie om zo de effectiviteit van de verschillende regelingen in kaart te brengen. De beschikbaarheid van startfinancieringen lijkt niet te zijn afgenomen in vergelijking tot voorgaande jaren. Dit wil dit niet zeggen dat de financieringsknelpunten voor deze ondernemingen volledig zijn opgelost. Volgens sommige marktpartijen tekenen zich nu problemen af bij het vinden van investeerders voor startkapitaal fondsen.

Samenvattend

- Op basis van onderzoeken lijkt er in het algemeen geen sprake te zijn van grote financieringsknelpunten daar waar het gaat om gezonde investeringen in vaste en vlottende activa. Verwezen wordt naar de eerder genoemde studies en de daarbij gehanteerde onderzoeksmethoden, data, onderzoeksperiode en onderzoeksbeperkingen. In het MKB is bovendien een traditie van ruime liquiditeit aanwezig (Duffhues, 2003; De Goeij en Duffhues, 2010) zodat primair voorzorgskassen kunnen worden benut wanneer het externe vermogensaanbod verschaalt of zeer duur wordt. De tanende bancaire kredietgroei komt daarnaast hoofdzakelijk voort uit vraaguitval. Door de crisis hebben minder ondernemingen investeringsplannen of stellen deze uit zodat er minder vraag naar externe financiering is. Er is een veelheid aan overheidsmaatregelen getroffen zoals de garantieregeling, groeifaciliteit en Technopartner Seedfaciliteit die een bijdrage hebben geleverd aan het overleefden van de beschikbaarheid van financiering.
- Wel wordt onzerzijds gepleit voor een onderzoek naar het creëren van een markt voor langlopende leningen voor het MKB dat naast het bancaire aanbod tot groei zou moeten komen (Zie ook Kader 3). Institutionele beleggers lijken de meest aangewezen aanbieders op deze bepleite markt voor onderhandse langlopende

leningen. Verruiming van dit aanbod zou – gezien de lange looptijd - ook het probleem mitigeren dat het aanbod van extern vermogen voor MKB ondernemingen vooralsnog beperkt is.

- Tenslotte wordt bij het bovenstaande aangetekend dat de analyse tot nu toe uitsluitend betrekking heeft op *gebleken* vermogensbehoeftes van ondernemingen. Niet waarneembaar zijn de niet doorgegangene investeringen wegens gebrek aan groeiambities van ondernemers. Dit probleem is indringend beschreven door de Expertgroep KMO financiering (2007). In het desbetreffende eindrapport van deze commissie werd aangetoond dat in Nederland relatief sterk wordt geleund op het ontwikkelen van de onderneming langs het pad van de ‘houdbare’ groei dat relatief weinig vermogensvraag tot gevolg heeft, met alle schade voor de nationale economie. Gemakshalve wordt verwezen naar dit rapport. In het licht van dit probleem verwelkomen wij het zojuist verschenen onderzoeksrapport ‘Kapitale Kansen (Slim Geld voor Ambitieuze Ondernemers) van de Adviesraad voor het Wetenschaps- en Technologiebeleid, d.d. 9 januari 2011. De maatschappelijke waardering voor het ondernemen is in Nederland in het algemeen beperkt.

5. Ondernemingsfinanciering in de (nabije) toekomst

Hoe zal zich ondernemingsfinanciering in Nederland in de komende jaren ontwikkelen? In deze paragraaf bespreken we een aantal uitdagingen en aanbevelingen voor ondernemingsfinanciering in de toekomst.

Houd de gevolgen van verscherpte kapitaaleisen banken in het oog

De financiële crisis die begon in 2007 heeft geleid tot maatregelen om de kans op een nieuwe bankencrisis te verkleinen. Eén van die maatregelen is dat de kapitaaleisen voor banken zijn aangescherpt. Dit zorgt ervoor dat banken minder risico nemen en een grotere buffer hebben als problemen zich voordoen. In de nieuwe voorstellen van het Basels Comité voor banktoezicht, bekend als Basel III, moeten banken hun kernkapitaal in 2019 op 7 procent van de naar risico gewogen bezittingen brengen, waar Basel II een verhouding van 2,5 procent voorschreef. Daarbij wordt ook de risicoweging strenger, waardoor het percentage op een grotere hoeveelheid bezittingen betrekking heeft.

De invoering zal zich geleidelijk vanaf 2013 voltrekken en pas in 2019 worden afgerond. Sommige Nederlandse banken voldoen (mede vanwege steunmaatregelen van de overheid) op dit moment aan de eis van 7 procent. Een aantal banken echter niet en deze zullen zelfs een verhoogde (‘super’) buffer van 9,5 procent moeten aanhouden¹. Doordat banken meer eigen vermogen moeten aanhouden dreigen hun financieringskosten volgens Boonstra en Groeneveld (2010) hoger te worden. Het is mogelijk dat banken deze hogere kosten zullen doorberekenen naar bedrijven door de rente op

¹ Bank for International Settlements, Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards, 12 september 2010, zie <http://www.bis.org/press/p100912.pdf>

bedrijfsleningen te verhogen. Dit kan een economisch herstel mogelijk afremmen. Bij deze redenering wordt aangetekend dat een verhoogd eigen vermogen van banken de vermogenskostenvoet voor banken juist kan doen dalen zodat de doorberekening van hogere kapitaaleisen niet aan de orde is. De invloed van de verzwaarde kapitaaleisen op het bankwezen is daarmee op voorhand moeilijk in te schatten maar dient wel nauwlettend in de gaten te worden gehouden.

De meningen lopen eveneens uiteen over de vraag hoe de verscherpte kapitaaleisen de beschikbaarheid van bedrijfsleningen zal beïnvloeden. Volgens de Bank for International Settlements (BIS) zelf en anderen zal de invloed beperkt zijn (Bijlsma en Zwart, 2010). Het bankwezen heeft op haar beurt herhaaldelijk gewaarschuwd voor een nadelige invloed (Smolders, 2010). Het is van belang dat banken erin slagen hun eigen vermogen te versterken. Hier zouden institutionele beleggers een belangrijke rol kunnen spelen. Zij zouden kunnen deelnemen in nieuwe aandelenuitgiftes van banken en andere financiële instellingen om zo het eigen vermogen van deze banken te verstevigen. Dit doen zij echter alleen als de bank gezond is en de aandelen juist geprijsd zijn. Recente voorbeelden van geslaagde emissies van aandelen door financiële instellingen zijn ING (2010) en Aegon (2011). Securitatie van leningen zou tevens uitkomst kunnen bieden, hoewel hier onder Basel III ook hogere kapitaalvereisten gelden dan voorheen.

Aan de bovenkant van de kredietmarkt zal de concurrentie tussen banken in Nederland naar verwachting echter eerder toe- dan afnemen door toetreding van buitenlandse banken; aan de onderkant zal echter minder concurrentie optreden. Ondernemingen in het MKB zijn vaak afhankelijk van één huisbank en wisselen doorgaans zelden van bank. Dit is toe te schrijven aan het zogeheten *holdup* probleem. Indien de onderneming op zoek gaat naar een nieuwe bank zal deze zich afvragen waarom de vorige bank krediet geweigerd heeft of wat er mis is met de onderneming in kwestie. De nieuwe bank is minder goed geïnformeerd over de onderneming dan de oude bank. Daarnaast nemen MKB ondernemingen doorgaans al hun bancaire diensten af bij de bank die krediet verleent. Door het observeren van het betaalgedrag van ondernemingen kunnen banken komen tot betere kredietbeoordeling. Bovendien verdienen banken op het aanbieden van een totaal pakket van bancaire diensten. Dit kan compensatie bieden voor de hoge beoordelingskosten van kleine leningen waardoor banken meer geneigd zijn dergelijke leningen te verstrekken. Het gevolg is echter dat het wisselen van bank lastiger maakt omdat daarmee alle bancaire diensten zoals betaalrekeningen mee moeten verhuizen naar de nieuwe bank. Soms is er ook sprake van boeterentes die banken in rekening brengen indien ondernemingen hun kredietlijnen willen opzeggen.

Het MKB zal zich naar onze mening moeten instellen op hogere risico-opslagen en een meer selectieve beschikbaarheid van krediet. Het is om die reden van groot belang de beschikbaarheid van krediet periodiek te blijven monitoren zodat andere financieringsbronnen tijdig kunnen worden gemobiliseerd.

Maak ondernemingen (in het bijzonder MKB) minder afhankelijk van bankfinanciering

Niet-beursondernemingen, in het bijzonder het MKB, zijn in Nederland te afhankelijk

gebleken van financiering door banken. Banken zullen naar verwachting ook in de komende jaren een spilfunctie in de financiering van het MKB blijven vervullen. Indien de economie zich voldoende herstelt en bedrijven hun uitgestelde investeringen doorvoeren zal de financieringsbehoefte weer stijgen. De vraag is of banken geheel in deze stijgende financieringsbehoefte kunnen voorzien. Ten eerste blijkt uit onderzoek dat de zakelijke kredietgroei met vertraging reageert op ontwikkelingen in reële economie. Dit betekent dat de kredietgroei nog enige tijd gematigd zal blijven ook als de economie weer aantrekt tenzij de concurrentie in het bankwezen wordt vergroot (Pattipeilohy, Hebbink en Kieft, 2010). Ten tweede moeten banken in de toekomst voldoen aan zwaardere kapitaaleisen (zie voorgaande sectie). Mochten banken zich genoodzaakt zien om de zakelijke kredietverlening om die reden te beperken, dan zijn Nederlandse bedrijven hier kwetsbaarder voor dan bedrijven in Angelsaksische landen, gezien de grotere afhankelijkheid van bancaire kredietverlening.

Het is daarom van groot belang dat MKB ondernemingen ook andere financieringsbronnen mobiliseren. Daartoe zijn deze ondernemingen niet altijd zelf in staat. Diversificatie van financieringsbronnen is echter hoognodig. Bij gebrek aan alternatieven moeten ook in de toekomst overheden meer aanvullend faciliteren dan wenselijk is.

Nieuwe niet-bancaire leenkanalen nodig: een aangepaste financiële infrastructuur?

Europese kapitaalmarkten zijn onderontwikkeld als aanbieders van vermogen voor MKB ondernemingen. Het is daarom van belang een langlopende leen- en eigenvermogensmarkt te ontwikkelen waar ondernemingen onderhands of openbaar geld kunnen aantrekken bij niet-banken. Verwezen wordt naar Kader 3. Indien bestaande bankleningen hiermee kunnen worden geherfinancierd kan een voor alle partijen voordelige situatie ontstaan. Banken worden verlost van een activiteit waarop zij volgens eigen zeggen weinig rendement behalen en beleggers krijgen op deze wijze meer mogelijkheden om te beleggen in Nederlandse ondernemingen. Bovendien zou de looptijd van dergelijke financiering kunnen worden verlengd en dit komt de liquiditeit van de onderneming ten goede doordat de jaarlijkse aflossingslast wordt verkleind.

Ondernemers klagen soms over het gebrek aan persoonlijke contactmogelijkheden tussen hen en de kredietbeslissers bij banken waardoor ze lang moeten wachten op de beslissing over hun kredietaanvraag. Daarnaast klagen ondernemers over verslechterende sector kennis bij banken. Instellingen zoals de in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk bekende 'kredietunies' (*credit unions*) kunnen hier mogelijk uitkomst bieden. Dergelijke kredietunies zijn coöperatieve financiële instellingen met als doel het verschaffen van krediet aan haar leden die worden gefinancierd uit deposito's van de lokale gemeenschap. Met Rabobank Nederland bestaat dus op dit punt al meteen grote verwantschap. De kleinschaligheid van credit unions en het gemak van snelle en directe contacten tussen spaarders of kredietnemers en de credit union maakt deze banken echter bijzonder. Kredietunies maken hierbij gebruik van lokale kennis wat het mogelijk maakt om ook bedrijven met een hoger risicoprofiel krediet te verschaffen. Voor kleinere leningen kan gedacht worden aan microkrediet en person-to-person lening. Een studie

naar de toegevoegde waarde van credit unions in Nederland is zeker vereist voordat verantwoorde initiatieven in de richting van credit unions in Nederland zouden kunnen worden ondernomen. Zo zullen ook de credit unions de problemen van kleinschaligheid moeten overwinnen en zullen ook zij moeten voldoen aan de eisen van regulering door DNB. Saneringen in het kantorennet van gevestigde grootbanken kunnen de sympathie voor het creëren van credit unions vergroten.

Achtergestelde leningen kunnen tevens uitkomst bieden. Rabobank biedt stimuleringskapitaal aan. Het gaat hierbij om een achtergestelde lening met mogelijkheid om eerste vijf jaar niet af te lossen. De lening kent conform de theorie een extra renteopslag. Er is ook een opstartsubsidie gegeven voor het oprichten van een Fonds voor Midden- en Kleinbedrijf. Dit fonds verstrekt achtergestelde leningen (vanaf 100.000 euro), met naar verwachting uiteindelijk een gemiddeld transactieniveau van 500.000 euro). Dit is het minst aantrekkelijke segment voor reguliere financiers. Achtergestelde leningen zouden ook kunnen worden verstrekt door participatiemaatschappijen zoals onlangs geopperd in een OECD rapport (OECD, 2010). Participatiemaatschappijen zouden een financieringspakket kunnen aanbieden bestaande uit een achtergestelde lening en een minderheidsbelang in het aandelenkapitaal (welke de ondernemer later tegen bepaalde voorwaarden kan terugkopen). In ruil daarvoor ontvangt de investeerder naast rente op de lening ook een percentage van de jaarlijkse omzet (OECD, 2010).

Startfinanciering moet ook in toekomst overeind blijven

De overheid speelt een belangrijk rol op de huidige markt voor startfinanciering (zie paragraaf 4). Onze verwachting is dat dit ook in de nabije toekomst zo zal blijven. Banken zullen niet langer in dezelfde mate als voorheen actief zijn als investeerders in durfkapitaalfondsen. Wij verwachten vooralsnog ook weinig animo onder overige institutionele beleggers. Ten eerste blijkt uit onderzoek dat Europese durfkapitalisten aanzienlijk minder goed presteren dan Amerikaanse fondsen². Ten tweede brengen fondsbeheerders hoge vergoedingen in rekening die het netto rendement op een investering in durfkapitaal verlagen. Ten derde zijn er hoge kosten verbonden aan het vastleggen van alle juridische eventualiteiten en het beoordelen en beheren van grotere aantallen kleine deelnames. Dit is voor institutionele beleggers reden om in eigen beheer durfkapitaal fondsen op te starten. Een Nederlands voorbeeld is het pensioenfonds APG. Uit recent onderzoek blijkt dat 40 procent van ondervraagde institutionele beleggers overwegen hun directe investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven uit te breiden (Coller Capital, 2010). Een meerderheid van de Europese respondenten (71 procent) adviseert de overheid om niet te investeren in durfkapitaal fondsen (Coller Capital, 2010). Naar onze mening toont deze kritiek aan dat de manier waarop durfkapitaal is georganiseerd aan herziening nodig is. Het moet voor institutionele beleggers weer aantrekkelijk worden om in durfkapitaal fondsen te investeren. Dit vereist echter wel kundige fondsbeheerders en lagere kosten.

Een andere mogelijkheid wordt geboden door het oprichten van nieuwe (beursgenoteerde) durfkapitaalfondsen welke opstaan voor particuliere beleggers. In

². Europese venture capital fondsen presteren aanzienlijk minder dan hun Amerikaanse tegenhangers (5-jaars IRR 0,8 procent om 4,3 procent). Zie EVCA, 2009 European performance figures, 2010.

Engeland zijn hiertoe zogeheten Venture Capital Trusts (VCTs) opgericht. Deze beleggingsfondsen beleggen in kleine ondernemingen zonder beursnotering en/of in kleine ondernemingen genoteerd op de startersbeurs Alternative Investment Market (AIM). Beleggers in dergelijke fondsen komen in aanmerking voor een fiscale aftrekpost. Een dergelijk initiatief zou het aanbod van extern eigen vermogen voor MKB ondernemingen in Nederland kunnen vergroten.

Rol van regionale ontwikkelingsmaatschappijen bij startende innovatieve ondernemingen nu nog steeds van groot belang

De regionale ontwikkelingsmaatschappijen spelen in Nederland een belangrijke rol bij het financieren van startende innovatieve ondernemingen (zie paragraaf 3). Een enquête onder bedrijven en instellingen laat zien dat de toegevoegde waarde van de regionale ontwikkelingsmaatschappijen als groot wordt ervaren: 60% van de respondenten geeft aan dat het project zonder de betrokkenheid van de regionale ontwikkelingsmaatschappij niet zou zijn door gegaan dan wel dat de regionale ontwikkelingsmaatschappijen een nuttige rol hadden (Decisio, 2010). Er is echter niet bestudeerd hoe regionale ontwikkelingsmaatschappijen tot professionele investeringsselectie komen en of zij in staat zijn de door hen ondersteunde ondernemingen in de toekomst van vervolffinancieringen te voorzien.

Deze ontwikkelingsmaatschappijen kunnen door hun lokale kennis een belangrijke rol vervullen bij de verdere ontwikkeling van regionale innovatiesystemen en kenniseconomie uiteraard mits wordt gehandeld op basis van harde economische criteria. Veel van de door de overheid benoemde topsectoren hebben bovendien een geografische concentratie zoals Food Valley in Wageningen en Health Valley in Nijmegen. Een samenwerking tussen regionale ontwikkelingsmaatschappijen en private participatiemaatschappijen en/of lokale informele investeerders verdient aanbeveling. Op deze wijze kunnen private financiers betrokken worden bij het financieren van startende innovatieve ondernemingen.

Experimenteer met nieuwe financieringsbronnen

Microkrediet, investeringsbemiddeling of de eerder genoemde kredietunies zouden tevens uitkomst kunnen bieden. Voorbeelden van investeringsbemiddeling zijn Kapitaalplaza.nl en Business Angel Netwerk Nederland. Ook kan worden gedacht aan nieuwe financieringsvormen zoals crowd funding waarbij een bepaald bedrag aan eigen vermogen wordt aangetrokken van een grote groep particuliere investeerders. Zo ontwikkelt ABN AMRO een eigen platform voor crowd funding. Een andere financieringsvorm wordt geboden door de coöperatieve financiering. Dit is toepast door de BeleggingsCoöperatie, een onderneming die zich richt op het coöperatief uitvoeren van beleggingstransacties. Deze onderneming heeft ledencertificaten uitgegeven om haar groei te financieren. Ledencertificaten geven recht op een deel van 70% van de winst en hebben stemrecht. Ledencertificaten bieden daarnaast privileges zoals besparing op transactiekosten en bewaarloon. Deze nieuwe financieringsvormen staan echter nog in de kinderschoenen en moeten zeker niet als panacee worden gezien. Vooralsnog blijkt hun

kwantitatieve betekenis buitengewoon gering te zijn.

6. Hoe financieringsproblemen op te lossen?

De vraag rijst hoe een onderneming huidige en toekomstige financieringsproblemen het hoofd kan bieden. Er zijn daartoe meer oplossingen dan vaak wordt gedacht. Enkele mogelijkheden:

- 1 Maak vermogen vrij uit overtollige en weinig rendabele voorraden en debiteurenposities door eventueel met bijzondere verkoopacties de omzet te verhogen en afnemers te bewegen al dan niet met bijvoorbeeld incassomaatregelen en/of te verlenen kortingen versneld te laten betalen
- 2 Sluit een expliciet akkoord met belangrijke leveranciers om de betalingstermijn op te rekken. Dit biedt de leverancier een beter perspectief op voortgezette verkoop in de toekomst. Leveranciers die zelf over een ruime liquiditeits- en solvabiliteitspositie beschikken kunnen hun financiële kracht langs deze weg van ketenfinanciering delen met hun afnemers. Dit is een mogelijke oplossing als de leverancier gemakkelijk externe financieringsbronnen kan aanboren om zijn debiteurenpositie te financieren zoals vele beursfondsen.
- 3 Denk ook aan factoring en securitisering van handelsvorderingen op debiteuren
- 4 Maak ook vermogen vrij door verkoop van vaste activa bijvoorbeeld door sale-and-lease back transacties
- 5 Keer minder of geen dividend uit om zowel de liquiditeit als de solvabiliteit te versterken voor zover de wensen van de aandeelhouders dat toestaat.
- 6 Breng additioneel vermogen in de onderneming in uit privémiddelen bijvoorbeeld uit een privé aangehouden effectenportefeuille die in voor de onderneming moeilijke tijden beter kan worden ingezet om de continuïteit van de onderneming te dienen en langs die weg zeker ook rendement kan afwerpen. Dit kan de vorm aannemen van additioneel eigen of vreemd vermogen (een achtergestelde lening). De inbreng kan worden aangewend om de groei te financieren of een bestaand krediet waaraan ongunstige voorwaarden waren verbonden, af te lossen zodat ook de verstrekker van het krediet van een zorg wordt verlost. Ook kan gedacht worden aan fiscale maatregelen die vermogensopbouw bij eenmanszaken en zzp'ers tot een hogere drempel vrijstelt (vermogen van deze ondernemers wordt door de belastingdienst nu belast als privé vermogen).
- 7 Maak gebruik van financieringsbemiddeling. Het kan lonen om advies in te winnen bij een onafhankelijke kredietadviseur die de aangeleverde stukken vertaald naar een inhoudelijk goed gedocumenteerde kredietaanvraag.
- 8 Overweeg ook nieuwe financieringsbronnen zoals microkrediet, kredietunies, crowd funding en coöperatieve financiering.

Met opmaak:
opsommingstekens en
nummering

7. Aanbevelingen

Uit bovenstaande analyse volgt een aantal aanbevelingen voor vervolgonderzoek.

1. De financiering van niet-beursondernemingen (in het bijzonder het MKB) moet nauwlettend in het oog worden gehouden. Het is belangrijk na te gaan hoe de

verzwaarde kapitaaleisen van banken de beschikbaarheid van bankleningen voor MKB ondernemingen in de toekomst zullen beïnvloeden. Het bedrijfsleven als geheel, in het bijzonder het MKB, zal zich naar onze mening moeten instellen op hogere risico-opslagen en een langzaam afnemende beschikbaarheid van krediet. Dit aanpassingsproces zal actief moeten worden gevolgd door het Ministerie van ELI. Het periodiek uitvoeren van een monitor onder zowel (MKB) ondernemingen en banken kan hierbij uitkomst bieden. Vragen die in vervolgonderzoek beantwoord zouden moeten worden zijn de volgende. Hoe worden door de verschillende marktpartijen (toekomstige) problemen gepercipieerd? Zijn er bedrijven die nu of in de toekomst essentiële financiering te kort komen? Zijn er sectoren die zich onttrekken aan het algemene beeld van evenwichtige financierings (met name balans-)verhoudingen? Met andere woorden: er is behoefte aan verfijnd empirisch onderzoek.

2. Het is van belang om te weten hoe ondernemingen financieringsbeslissingen nemen. Waarom trekken ondernemingen bijvoorbeeld geen eigen vermogen of lang vreemd vermogen aan bij andere instellingen als hun kredietaanvraag door banken is afgewezen? Doen (MKB) ondernemingen dit uit zichzelf en zijn ze voldoende op de hoogte van beschikbare financieringsalternatieven? Nader onderzoek over hoe (MKB) ondernemingen hun financieringsbronnen kunnen diversifiëren is nodig.
3. Onderzoek de behoefte aan alternatieve financieringsmodellen en constructies zoals crowd funding, coöperatieve financiering, een onderhandse leenmarkt of kredietunies. Er moet worden onderzocht hoe de huidige wetgeving het aantrekken van gelden bij particulieren via bijvoorbeeld crowd funding mogelijk kan maken.
4. Het is van belang in onderzoek een duidelijk onderscheid te maken tussen financiering van nieuwe investeringen en herfinancieringen alsook tussen startende en bestaande bedrijven.
5. Onderzoek de beschikbaarheid van extern vreemd langlopend en eigen vermogen in Nederland. Dit geldt zowel voor de publieke als de onderhandse markt. De Europese financiële infrastructuur is onevenwichtig ontwikkeld. Het aanbod van vreemd langlopend vermogen dient te worden verhoogd door meer diversificatie van geschikte aanbieders van vreemd vermogen aan de verschillende grootteklassen van ondernemingen. Dat kan ook de kwaliteit van de prijsstelling van dergelijke leningen begunstigen. Institutionele beleggers moeten worden uitgedaagd en geprikkeld om de onderhandse leenmarkt nieuw leven in te blazen. Wat het aanbod van eigen vermogen betreft, moet het belang van informele investeerders en vroege stadia investeringen in durfkapitaal in Nederland beter in kaart worden gebracht en moeten institutionele beleggers worden gestimuleerd om dit type vermogen aan te bieden. Kunnen nieuwe financiële innovaties (zoals crowd funding of coöperatieve financiering) uitkomst bieden? Wat is de effectiviteit van de Technostarter Seedfaciliteit en de groeifaciliteit? Hebben deze de beschikbaarheid van eigen vermogen vergroot? Hoe kunnen institutionele en particuliere beleggers worden aangezet in durfkapitaal te beleggen?
6. De overheid wil in Nederland graag groei en innovatie aanmoedigen. Echter veel (MKB) ondernemers zien al snel van groeiplannen af bij economische tegenwind

Met opmaak:
opsommingstekens en
nummering

en kiezen alleen een houdbaar groeipad waarbij gefinancierd wordt met winsthouding. Dit roept de vraag op tot in hoeverre ondernemers bereid zijn af te wijken van een houdbaar groeipad en daarmee externe financieringsbehoefte hebben. Vormen het gebrek aan groeiambities en ondernemerschap en het stigma rond faillissement ook niet een knelpunt?

7. Kan Standaard Bedrijfsrapportage (SBR) dat staat voor gestandaardiseerde en geautomatiseerde aanlevering van jaarcijfers worden ingezet om informatieproblemen te mitigeren? Bij voorkeur zou deze informatie tegen kostprijs beschikbaar dienen te zijn voor financiers. Degelijke informatie kan de risicobeoordeling van bedrijven vergemakkelijken/versnellen en daardoor beoordelingskosten verminderen. Dit geldt in het bijzonder bij de aanvragen voor een standaard kredieten waarbij beoordelingsmodellen vaak gebruik maken van financiële ratio's.
8. Ter aanvulling op het vorige punt: het belang van maatwerk informatie mag niet uit het oog worden verloren. Maatwerk informatie blijft zeker nodig voor het verschaffen van eigen vermogen en meer risicovolle leningen. Naast harde cijfers kan worden overwogen om ondernemingen te vragen een managementrapportage bij hun jaarcijfers te voegen om zo het inzicht in de ontwikkeling van het bedrijf en de bedrijfsvoering verder te verbeteren.
9. De overheid kan zelf de financiering van het werkkapitaal van ondernemingen faciliteren door afdrachttermijnen voor BTW en andere lasten te verlengen. Hierdoor wordt de liquiditeit van de ondernemingen verbeterd.
10. Een beter werkende obligatiemarkt voor beursondernemingen kan het beroep van deze grotere ondernemingen op het bankwezen verkleinen. Op deze manier wordt op de bankbalansen ruimte gemaakt voor kredietverlening aan het MKB.
11. De kredietbewaking door banken kan mogelijk efficiënter worden georganiseerd wanneer deze verloopt via een geautomatiseerde monitoring van de inkomende en uitgaande betaalstromen die door de systemen van de bank lopen. Ook wordt door sommigen betwijfeld of banken beschikken over voor het MKB geschikte kredietrisicomodellen. Meer inzicht in deze modellen is gewenst.
12. Banken worden gedwongen hun solvabiliteit op te voeren (Basel III). Hierdoor zal de risicopremie op eigen en vreemd vermogen van banken afnemen zodat de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet van de banken kan dalen. Dit ontkracht op zijn minst voor een deel het argument van banken dat de prijs van krediet moet stijgen. Nader onderzoek is in deze geboden.
13. Ondernemers dienen in het algemeen gesproken meer aandacht te besteden aan treasury-zaken, administratie en financiële planning waaronder toekomstige financiering. Scenario-analyses van de toekomstige financiële positie van de onderneming mogen daarin niet ontbreken. Met verbeterde aandacht op deze thema's kan worden bereikt dat de kwaliteit van een financieringsaanvraag wordt verhoogd en worden voorkomen dat de relatie met vermogensverschaffers niet tot het gestelde doel leidt, namelijk de keuze van de beste financieringsvorm op het juiste tijdstip en tegen de laagst mogelijke kosten. Verwezen wordt opnieuw naar de belangrijke verstoringende rol van de eerder besproken asymmetrische informatie.

Tilburg/Rotterdam, 10 maart 2011.

Geraadpleegde literatuur

Arnold, I.J.M., en C.G. de Vries (2009), Economische gronden voor overheidsingrijpen in de financiële sector (Standpunten notitie), juni, 18 blz.

Baarsma, B., M. Kerste en Fr. Tewes (2009), Bancaire kredietverlening aan MKB, *SEO Economisch Onderzoek*, 15 mei, 14 blz.

Bijlsma, M. en G. Zwart, (2010), Zijn strengere kapitaaleisen kostbaar?, CPB document.

Boonstra, W.W. en H. Groeneveld (2010), Fabels en feiten over de MKB Kredietverlening, *Economische Statistische Berichten* 95, 118-121.

Boot, A.W.A. (2009), De onwortelde onderneming (Ondernemingen overgeleverd aan financiers?), Van Gorcum, 169 blz.

CBS, (2011), Statistiek Financiën van Ondernemingen.

Coller Capital, (2010), Global private equity barometer, 12 blz.

Decisio, (2010), Evaluatie regionale ontwikkelingsmaatschappijen: Effectiviteit en Efficiëntie, 107 blz.

Duffhues, P.J.W. (2003), Het MKB en de financiële markten, *Onderzoeksrapport Center Applied Research UvT, on behalf of the Council of Independent Entrepreneurship in The Hague*, 141 blz.

Duffhues, P.J.W. en P.C.de Goeij (2010), Het investerings/financierings- gedrag van rechtspersoonlijkheid bezittende ondernemingen, CentER Applied Research, Onderzoek ten behoeve van het Ministerie van Economische Zaken, juni, 172 blz.

Duffhues, P.J.W. (2010), Alternatieven zonder bank, *fd.Outlook, jrg.3, nr.3, september*.

EIM (2011), Financiering van MKB bedrijven, 96 blz.

Expertgroep KMO financiering (2007), Vermogen om te ondernemen (De Nederlandse finance gap), Den Haag, april, EZ-publicatienr 070123, 60 blz.

Kapitale kansen: Slim geld voor ambitieuze ondernemers (2011), 71 blz.

Kahle, K.M., en R.M.Stulz (2010), Financial Policies and the financial crisis: Impaired credit channel or diminished demand for capital? October, 57 blz.

Kerr, W.R., J. Lerner en A. Schoar (2010), The Consequences of Entrepreneurial Finance: A Regression Discontinuity Analysis, 36 blz.

- KPMG (2009), Kostenoptimalisatie onderzoek, *juni*, 56 slides.
- Ministerie van Economische Zaken (2010), Monitor Financiering BV Nederland, 7 oktober, 20 slides.
- Morck, R., en B. Yeung (2010), Agency Problems and the Fate of Capitalism, (<http://ssrn.com/abstract=1671207>)
- NVP, (2010), Ondernemend vermogen 2009, 56 blz.
- OECD (2009), The Impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Responses, 70 blz.
- OECD (2010), Non-traditional investment structures for risk capital financing for SMEs, CFE/SME 3.
- Pattipeilohy, C., G. Hebbink en J. Kieft (2010), De zakelijke kredietgroei nader verklaard, *Economische Statistische Berichten* 95, 269-270.
- Roosenboom, P.G.J. (2009), On the Real Effects of Private Equity, oratie, Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit.
- Roosenboom, P.G.J. (2010), Kapitaal hoort schaars te zijn, *Management Scope*, blz. 7-9.
- Schmidt, R.H., en A.Hackethal (2004), Financing Pattern: Measurement Concepts and Empirical Results. (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=254463)
- Smolders, N. (2010), Liquiditeitseisen banken uit Basel maken bankieren een stuk lastiger, *B&E juli/augustus*, 22-26.
- Taskforce Kredietverlening (2010), 46 blz.
- The Gallup Organisation (2009), Acces to finance (Analytical report), *Flash Eurobarometer 271*, 90 blz.
- Tijdhof, L.(2010), The next decade: a new playing field for banking and corporate finance, *First Quarterly*, July, blz. 7-9.
- Tornado Insider, (2010), Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 4-meting.
- Wouters, Fr.A.(2010), Obligatiefinanciering als alternatief voor bancair krediet, *Economisch Statistische Berichten*, Nr. 4595, 15 oktober, blz. 634-636.

4

Rapport PwC en EIM

Monitor Financierbaarheid Nederland 2011

Eindrapport onderzoek

25 mei 2011



Inhoudsopgave

Managementsamenvatting	4
Executive Summary	9
1. Inleiding en leeswijzer	14
1.1. De Monitor Financierbaarheid Nederland – een pilot-onderzoek	14
1.2. Dankwoord	14
1.3. Leeswijzer	15
2. De financierbaarheid van Nederland wordt geremd door suboptimale marktwerking	16
2.1. Oplossingsrichtingen voor het verbeteren van de marktwerking en het wegnemen van belemmeringen	18
3. Institutionele beleggers, banken en de beurs voorzien in de meerderheid van de bedrijfsfinancieringen	20
3.1. Volume van geplaatste financieringen van Nederlandse bedrijven bedraagt ca. € 2,4 biljoen	20
3.2. Vooral snel groeiende en innovatieve bedrijven vinden aantrekken financiering moeilijk	22
3.3. Banken worden beperkt in hun mogelijkheden om te financieren en maken conservatieve keuzes	24
3.4. De Nederlandse beurs als bron van kapitaal is niet populair	24
3.5. Institutionele beleggers lijken een groot deel van hun fondsen buiten Nederland te beleggen	25
3.6. Private equity en venture capital nemen in omvang toe, na een scherpe daling sinds 2007	25
3.7. Informele investeerders richten zich op startende ondernemers; hun geïnvesteerd vermogen is moeilijk te schatten	26
3.8. Family offices vormen een relevante aanbieder en hebben een lange investeringshorizon	26
3.9. Fondsinitiatieven en crowdfunding zijn alternatieve vormen van financiering, maar vooralsnog van marginale omvang	27

Bijlagen

A. Vraagzijde – financieringsbehoefte bedrijven	29
B. Vraagzijde - financiering kleine bedrijven	31
C. Banken	37
D. Beurs	46
E. Institutionele beleggers	53
F. Private equity / venture capital	59
G. Informele investeerders	66
H. Family offices	73
I. Fondsinitiatieven	76
J. Crowdfunding	81

K.	Bazel III	86
L.	Gehanteerde onderzoeksanpak	89
M.	Geraadpleegde bronnen	92
N.	Geïnterviewde personen	95

Managementsamenvatting

Pilot Monitor Financierbaarheid Nederland

De markt voor ondernemingsfinanciering is de laatste jaren veranderd als gevolg van de economische en financiële crises. Het economisch herstel is nog fragiel en omkleed met tal van onzekerheden. Sommige van deze onzekerheden zullen de wijze van financiering en financierbaarheid van het Nederlands bedrijfsleven beïnvloeden. Voorbeelden hiervan zijn de mogelijke invloed van nieuwe wet- en regelgeving – in het bijzonder Solvency II en Bazel III – op zowel de interne organisatie als de financiële dienstverlening van de financiële agenten, hun huidige gezondheid, de cultuurverandering bij ondernemingen en de opkomst van nieuwe financieringsvehikels.

Onduidelijk is wat de implicaties zijn van deze marktveranderingen in combinatie met de geleerde lessen uit de recente financiële crisis en de aanbevelingen van Taskforce Kredietverlening. Te midden van deze veranderende marktomstandigheden wil het ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie (EL&I) condities scheppen voor een welvarend, duurzaam en ondernemend Nederland. Belangrijk onderdeel daarvan vormt de voortdurende beschikbaarheid van voldoende financiering voor het Nederlandse bedrijfsleven. Deze beschikbaarheid is door alle veranderingen niet vanzelfsprekend.

EL&I heeft PwC Advisory in samenwerking met onderzoeksbureau EIM gevraagd een pilot te ontwikkelen voor een Monitor van de beschikbare Financiering voor het Nederlandse bedrijfsleven (“MFN”). Daarin wordt onderzocht in hoeverre vraag en aanbod van risicodragend kapitaal en financieringen nog op elkaar aansluiten, waar mogelijke knelpunten kunnen worden gesignaleerd en wat oplossingsrichtingen daarvoor kunnen zijn. Onderzoeksbureau EIM heeft het onderzoek naar de vraag naar financieringen uitgevoerd, PwC Advisory heeft het onderzoek aan de aanbodzijde verricht en in dit rapport de synthese tussen de gegevens over de vraag- en aanbodzijde gemaakt.

Dit rapport dient mede als basis voor een advies aan de minister van EL&I dat wordt samengesteld door de Expertgroep Monitor Financierbaarheid Nederland onder voorzitterschap van de heer Tom de Swaan. Dit advies zal dienen ter ondersteuning van mogelijk nieuw of aanvullend beleid op het terrein van bedrijfsfinanciering in Nederland. Naast het praktische onderzoek van PwC Advisory en EIM baseert de Expertgroep zich op een *position paper* geschreven door de hoogleraren Piet Duffhues en Peter Roosenboom getiteld “Ondernemingsfinanciering nu en in de toekomst”. Dit document geeft de visie van de hoogleraren op een aantal van de voornoemde ontwikkelingen en de verwachte effecten daarvan. Daarmee is het complementair aan dit onderzoeksrapport, dat verslag doet van de empirische vaststelling van de aard en omvang van vraag naar en aanbod van financieringen.

Uitvoering van de pilot MFN

Uitvoering van de monitor heeft plaatsgevonden op basis van bestudering van publiek beschikbare evenals private informatie, verkregen uit het beleidsveld, de markt en uit wetenschappelijke publicaties en kringen. Daarnaast zijn met vele betrokken partijen verkennende vraaggesprekken gevoerd. De verkregen gegevens en inzichten zijn in deelonderzoeken geanalyseerd. Uitkomsten van deze analyselijnen zijn bijeengebracht in een synthese verslag waarin op meer geaggregeerd niveau uitspraken worden gedaan over de marktfricties zoals die door de onderzoekers zijn waargenomen en mogelijke oplossingsrichtingen daarvoor.

De proef van de Monitor Financierbaarheid Nederland is uitgevoerd onder beperkende randvoorwaarden, zoals de beperkte beschikbaarheid van gewenste (financiële) gegevens en de betrokkenheid van partijen. Deze randvoorwaarden zijn enerzijds van invloed door de noviteit van de monitor en anderzijds door de korte doorlooptijd ervan. Onze verwachting is dat in volgende edities van de monitor deze beperkingen kunnen worden weggenomen.

Onze bevindingen

Wij doen in het pilot-onderzoek een aantal algemene bevindingen. Daarnaast constateren wij een aantal fricties aan zowel de vraag- als de aanbodzijde, waarop wij hieronder ingaan aan de hand van een overzicht van de verschillende deelmarkten voor bedrijfsfinancieringen en de partijen die op die deelmarkten actief zijn. Ten slotte stellen wij drie oplossingsrichtingen vast, die de Expertgroep kan gebruiken bij het opstellen van haar advies.

Algemene bevindingen

Voor de meeste verdienmodellen van banken is een situatie van economische groei een belangrijke succesfactor. Wanneer groei uitblijft of krimp optreedt worden aanbieders van geld en kapitaal, vaak ook onder aanmoediging van toezichthouders, aangezet tot risico-avers beleid en beslissingen. Door het daaruit volgende gedrag van vermindering van 'risk appetite' – in combinatie met een verhoogd risico bij veel bedrijven vanwege de economische situatie – kan een negatieve spiraal ontstaan.

Overheden hebben moeten ingrijpen door middel van grote liquiditeits- en steunoperaties om de negatieve spiraal tot stilstand te brengen. Het blijkt lastig om de groei weer op gang te brengen, omdat een aantal zaken blijvend is veranderd. Zo hebben sommige spelers een defensieve houding aangenomen, vanwege de verwijtende toon die het publieke debat enige tijd heeft gekleurd. Daarnaast is er sprake van nieuwe regelgeving en zijn de vooruitzichten en het sentiment nog niet positief. Naast de factor tijd zijn er drie zaken nodig om de financiële marktwerking weer op niveau te krijgen: informatie, innovatie en samenwerking.

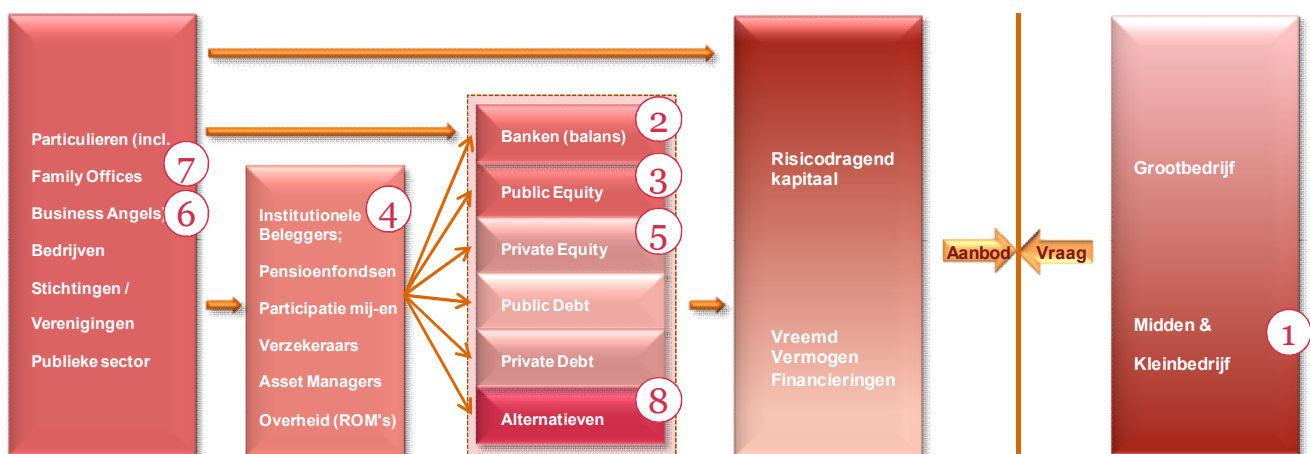
Om goed beleid te kunnen ontwikkelen en uitvoeren is betrouwbare informatie nodig. Dat komt de kwaliteit van de discussies, de beleidsvorming en de snelheid van handelen ten goede. Wij hebben vastgesteld dat daar een grote verbeteringsslag te maken valt.

Meer van hetzelfde is geen optie. Oplossingen moeten niet komen uit een terugkeer naar de situatie voor de crisis, maar uit het tot stand brengen van een nieuwe realiteit. Innovatie in de financiële sector moet daarvoor oplossingen gaan brengen en initiatieven daartoe verdienen sterke ondersteuning van zowel overheid als sector.

Samenwerking is een essentieel ingrediënt om de markten weer goed te laten functioneren. Stress in de markten heeft geleid tot wantrouwen. Zolang dit wantrouwen blijft bestaan en partijen niet in staat zijn effectiever samen te werken zal de Nederlandse financiële sector ongetwijfeld achterstanden oplopen die het functioneren van de markt en daardoor de concurrentiepositie van Nederland negatief zullen beïnvloeden.

Het onderstaande analyseschema uit ons onderzoek geeft de verschillende deelmarkten voor bedrijfsfinancieringen weer en de partijen die op die deelmarkten actief zijn.

Analyseschema financieringstromen



Geconstateerde fricties aan de vraagzijde van de financieringsmarkt

- 1. Vooral kleine, snel groeiende en innovatieve bedrijven vinden het aantrekken van financiering moeilijk.** Belemmeringen die deze ondernemingen ervaren zijn een lage risicobereidheid door financiers en hoge zoek- en transactiekosten die gepaard gaan met verkrijgen van bedrijfsfinanciering. Daarnaast voelen ondernemingen zich door de financiële marktorganisatie te veel gebonden aan de financiële dienstverlening door één bank.

Geconstateerde fricties aan de aanbodzijde van de financieringsmarkt

- 2. Banken worden beperkt in hun mogelijkheden om te financieren en maken conservatieve keuzes.** De verdienmodellen van banken hebben zich aangepast aan de nieuwe omstandigheden, die zijn ingegeven door de kredietcrisis en de daaraan gerelateerde additionele

regelgeving. Banken zijn meer beperkt in hun mogelijkheden en hun keuzes zijn in sterkere mate behoudend van aard. De economische vooruitzichten zijn ook een belangrijke factor in de beoordeling van banken van financieringsaanvragen.

3. ***De Nederlandse beurs als bron van kapitaal is niet populair.*** Het aantal noteringen aan de Nederlandse beurs is de laatste jaren sterk afgenomen en het aantal nieuwe noteringen is beperkt. Mogelijke oorzaken daarvoor zijn het volatiele beursklimaat, de beperkte schaalgrootte van Nederlandse ondernemingen en het wegvallen van ABN Amro Rothschild als sterke Nederlandse zakenbank. De verhouding tussen rendement en risico (gegeven de juridische eisen die in Nederland aan een beursintroductie worden gesteld) is ook niet hoog genoeg geweest voor banken om beursintroducties te faciliteren. Tenslotte percipiëren ondernemers economisch en praktisch voordeel bij het verkopen van een bedrijf boven het naar de beurs leiden ervan.
4. ***Institutionele beleggers benadrukken rendement en modelmatig beleggen.*** Institutionele beleggers zien in het algemeen geen directe rol of verantwoordelijkheid voor het verbeteren van de financierbaarheid van Nederland maar vinden dat zij door de overheid (pro)actiever zouden kunnen worden betrokken bij initiatieven die van invloed zijn op het Nederlandse financiële klimaat. Directe inmenging van de overheid in de beleggingsstrategie van institutionele beleggers wordt door hen als onwenselijk gezien, omdat dit een efficiënte werking van de kapitaalmarkt zou kunnen belemmeren.
5. ***Private Equity en Venture Capital nemen weer enigszins in omvang toe na een scherpe daling sinds 2007.*** Private Equity maatschappijen doen echter toch nog steeds minder financieringen dan 4 jaar geleden. Het is voor venture capital-maatschappijen moeilijker geworden om nieuwe fondsen te werven. Met name fondsen die zich richten op 'later stage venture'-investeringen hebben nu relatief weinig kapitaal beschikbaar om dergelijke nieuwe investeringen te doen.
6. ***Informeel investeerders zijn belangrijke financiers van startende ondernemers; hun geïnvesteerd vermogen is moeilijk te schatten.*** Er is niet veel over ze bekend, maar het belang van de informele investeerders heeft zich over de afgelopen jaren duidelijk gemanifesteerd. Vaak waren zij de bron van risicokapitaal op momenten waar meer institutionele partijen af moesten haken. Op dit moment ervaren informele investeerders het in toenemende mate als lastig een exit te maken uit jonge ondernemingen die naar een volgende fase doorgroeien, waardoor hun kapitaal vastzit in bestaande investeringen en niet beschikbaar komt voor nieuwe starters.
7. ***Family offices vormen een relevante aanbieder en doen investeringen voor een relatief lange termijn.*** Daarmee bieden zij continuïteit en stabiliteit en kunnen zij ook andere financiers aantrekken. Sinds een jaar lijkt het geïnvesteerd vermogen van family offices weer toe te nemen.
8. ***Fondsinitiatieven en crowdfunding zijn alternatieve vormen van financiering, maar gering van omvang.*** Een belangrijke bijvangst is echter dat enkele van deze initiatieven een zeer innovatief karakter hebben en hoewel klein van omvang toch een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan het beter functioneren van de geld- en kapitaalmarkt.

Oplossingsrichtingen

- 1. Een goede financiële infrastructuur is een voorwaarde voor succes van ondernemend Nederland en realisatie daarvan vraagt om goede samenwerking.** Er bestaat behoefte aan duidelijke nationale doelstellingen aangaande de rol en positie van de financiële sector. Een actieve houding van de overheid in de ontwikkeling van een effectieve en succesvolle financiële sector is een belangrijke voorwaarde tot succes. Een andere belangrijke overheidstaak is het op gang brengen van een betere samenwerking tussen de partijen op de markt voor bedrijfsfinanciering.

Goed beleid begint met goede informatie. Meer gedetailleerde, kwalitatief betere en breder gedeelde informatie is nodig over financiële markten. Onderzoek zoals een jaarlijkse monitor kan eraan bijdragen dat betrouwbaardere kwantitatieve informatie beschikbaar komt, die de basis vormt voor een op feiten gebaseerd debat en beleidsontwikkeling.
- 2. Vergrote marktwerking geeft bedrijven meer keuze.** Om de werking van de markt voor bedrijfsfinanciering te verbeteren, zouden vooral in het MKB bedrijven makkelijker moeten kunnen diversifiëren in hun bronnen van financiering. Alternatieve financieringsvormen en -markten kunnen door de overheid, marktpartijen en toezichthouders in gezamenlijkheid meer worden gestimuleerd.

Om de Nederlandse financieringsmarkt meer concurrerend te maken is het zaak om een goed werkende financiële thuismarkt te creëren. Onderdeel daarvan is een goed werkende informele beurs zoals die bestaat in bijvoorbeeld Londen en Parijs.
- 3. Een omslag is noodzakelijk in de ondernemerscultuur in Nederland.** Ondernemerschap en vooral de financiering van nieuwe activiteiten krijgt in Nederland nog onvoldoende aandacht. De overheid kan nader onderzoeken hoe ondernemers het beste kunnen worden ondersteund in het vergroten van hun vaardigheden om investeringsvoorstellen succesvol te formuleren en te presenteren.

Executive Summary

Pilot Monitor Financing Netherlands

The business financing market has changed in recent years as a result of the economic and financial crises. The economic recovery is still fragile and surrounded by uncertainties. Some of these uncertainties will continue to influence the financing of Dutch businesses. Examples are the possible impact of new legislation – specifically Solvency II and Basel III – on both the internal organization of and the services provided by financial agents, as well as their current viability, a change of the current business culture and the rise of new financing products.

It is as yet unclear what the consequences will be of these market changes, particularly when combined with the lessons learned from the recent financial crisis and the recommendations made by the Dutch Taskforce Credit Supply (Taskforce Kredietverlening). Given these changing market conditions the Ministry of Economic Affairs, Agriculture and Innovation (EL&I), aims to create the necessary conditions for a prosperous, sustainable and entrepreneurial economy. An important part of this mission is the continuous availability of sufficient financing for Dutch businesses. As a result of the changes in the market, this availability is no longer to be taken for granted.

EL&I asked PwC Advisory together with EIM Business & Policy Research to develop a pilot for a Monitor of the available Financing for businesses in the Netherlands (“MFN”). In the course of the pilot, we have studied the extent to which demand and supply of both equity and debt financing match, which frictions can be identified and what possible solutions are available to resolve them. EIM conducted research on the demand for financing, while PwC Advisory studied the supply of financing and conducted a synthesis of the data on demand and supply in this report.

This report provides – together with other sources – the basis for the advice to the Minister of EL&I that is provided by the Expert Group MFN. In addition to the empirical research of PwC Advisory and EIM, the Expert Group makes use of a *position paper* written by professors Piet Duffhues and Peter Roosenboom entitled “Business financing now and in the future” (“Ondernemingsfinanciering nu en in de toekomst”). This document contains the perspective of the authors on the developments mentioned above and their expected effect. As such, the position paper is complementary to this report, which provides the results of the empirical research into the nature and size of demand for and supply of business financing.

Implementation of the pilot MFN

The implementation of the pilot has taken place based on the analysis of both publicly available and confidential data and documents provided by policy makers, market actors and academics. In addition, exploratory interviews have been conducted with a wide range of stakeholders. The resulting data and insights have been analyzed in separate research streams, of which the results have been synthesized in the following chapters. These contain conclusions on an aggregated level about the market frictions found by the research team and the possible solutions that were identified.

The pilot of the MFN has been conducted under somewhat restrictive conditions, such as the limited availability of required (financial) information and involvement of stakeholders. These conditions have been influenced both by the novelty of the monitor and the short time available for conducting the study. We expect that these limitations will be lessened in future editions of the MFN.

Our findings

In the pilot study we have made a number of general observations and report on a number of frictions on both the demand and supply sides of the capital markets. They are summarized below organized along the various markets for business financing and the actors that play a role in those markets. We conclude this executive summary with three recommendations for the directions that solutions may be found in, which the Expert Group may use when formulating its advice.

General findings

A context of economic growth is an important factor for the success of the business models of most banks. When no growth or even decline develops, suppliers of money and capital, often influenced by the regimes of market authorities, are inclined to turn towards risk-averse policies and decisions. The resulting risk-reducing behaviour – combined with an increase in the risk in many businesses as a result of the economic situation – can bring about a vicious circle.

Governments have intervened by means of large liquidity and support operations to bring the vicious circle to a halt. It remains difficult to re-initiate growth, because some conditions have changed permanently. As an example, some actors have taken a defensive attitude, as a consequence of the blaming tone they have had to endure in the public debate. In addition new regulations abound as well as negative economic prospects and sentiments. In addition to time, three elements are required to make the financing markets more effective again: information, innovation and cooperation.

In order to develop and implement sound policies, reliable information is a key requirement. It adds to the quality of discussion, the formation of good policies, and the speed with which they can be implemented. We conclude that much is to be gained in this respect.

More of the same is not an option. Solutions should not come from returning to a pre-crisis situation, but from bringing about a new reality. Innovation in the financial sector should provide solutions. Therefore, innovation initiatives should be supported by both the government and market actors.

Cooperation is an essential ingredient to make market function better. Stress in the markets has resulted in distrust between actors. The continued existence of this distrust limits the ability of actors to cooperate effectively and will damage the international competitive position of the Dutch financial markets.

Frictions found on the demand side of the financing market

1. *Small, fast-growing and innovative businesses suffer most in acquiring financing.*

Restrictions that these businesses are faced with are the low risk appetite of financiers, as well as high search and transaction costs of new financing. In addition, entrepreneurs feel that they are tied too strongly to the supply of financing by one bank as a result of the way in which the market is currently organised.

Frictions found on the supply side of the financing market

2. *Banks are limited in their ability to provide financing and make conservative choices.*

The business models of banks have been adapted to the new circumstances, as dictated by the financial crisis and the related additional regulations. Banks are restricted in their ability to provide financing and make choices that are strongly conservative in nature. Economic prospects are an important factor in the evaluation of credit requests by banks.

3. *The Dutch stock market is not a popular source of financing.* The number of listings on the Dutch stock market has decreased sharply in recent years and the number of new listings is rather small. Possible causes of this trend are the current volatile stock market situation, the limited scale of Dutch businesses and the disappearance of ABN Amro Rothschild as a strong Dutch investment bank. The risk/return trade-off (given the legal requirements for an IPO in the Netherlands) has not been sufficient for banks to facilitate new IPOs. Finally, entrepreneurs perceive both financial and practical advantages in selling a business rather than getting it listed on the stock market.

4. *Institutional investors emphasize returns and model-based investing.* Institutional investors generally see no active role or direct responsibility for themselves in improving the financing of Dutch businesses, although they do feel that government could involve them more proactively in initiatives that influence the financial markets in the Netherlands. Having said that, government should not get directly involved in their investment strategies.

5. *Private Equity and Venture Capital are starting to increase in volume after a sharp decline since 2007.* Private equity firms still have a smaller volume of investments than four years

ago. For venture capital funds it has become more difficult to acquire new funding themselves. Specifically funds that make 'later stage venture'-investments have relatively low supply of capital available for new investments.

6. ***Informal investors play an important role in financing start-up companies. The total volume of their investments is not known.*** Not much is known about informal investors, but their importance has become clear during the past years. Often this type of investor provides equity to start-ups that carry too high a risk to suit the appetite of other financiers. Currently, informal investors face an increasing challenge when it comes to exiting investments in young businesses that are growing into the next stage of maturity. As a result they are not able to reallocate their capital to new start-ups.
7. ***Family offices are a relevant type of financier and make relatively long-term investments.*** Thus they provide continuity and stability, as well as the ability to attract other types of financiers to high-growth sectors. Over the past year, the volume of family office investments appears to be increasing again.
8. ***Fund initiatives (“fondsinitiatieven”) and crowd funding aim to provide alternative forms of financing, but thus far represent a very small volume.*** The added value of these new forms is that some of them are highly innovative in nature and despite their size can make a significant contribution to improve the functioning of money and capital markets.

Directions for solutions

1. ***A good financial infrastructure is a necessary condition for the success of Dutch businesses; realising it demands cooperation.*** There is a requirement for clear national goals regarding the role and position of the financial sector. An active role of the government in developing an effective financial sector is an important condition for success. Another important task for the government is initiating better cooperation between actors in the business financing market.

Good policies start with good information. More detailed, better-quality and broader-distributed information on financial markets is required. Research such as an annual monitor can contribute to the availability of reliable quantitative information, which forms the basis for fact-based debate and policy development.
2. ***Improved market operations provides businesses with more choices.*** In order to improve the operations of the business financing market, businesses – especially SMEs – should be able to diversify their sources of financing. Alternative forms and markets for financing can be stimulated more by the government, market actors and market authorities in cooperation.

An effective financial home market is a prerequisite for making Dutch financing more competitive. Part of this would be a well-functioning informal stock market, such as those in London and Paris.
3. ***A different culture is required for Dutch entrepreneurs when it comes to financing business.*** Entrepreneurship and particularly the skills and conditions associated with financing new activities receive as yet insufficient attention in the Netherlands. The government can study further how

entrepreneurs may be best supported in improving their skills in formulating and presenting sound investment proposals to financiers.

1. Inleiding en leeswijzer

- 01 Het ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie (hierna: EL&I) probeert de condities te scheppen voor een welvarend, duurzaam en ondernemend Nederland. Financierbaarheid van het Nederlandse bedrijfsleven vormt een belangrijk onderdeel daarvan. Het bedrijfsleven dient voldoende ruimte te krijgen om te ondernemen en te vernieuwen. Dit is essentieel voor de groei van de Nederlandse economie en daaraan gekoppeld de positie van Nederland in de wereld.
- 02 De economische en financiële crises kunnen de financierbaarheid van Nederlandse bedrijven negatief beïnvloeden, en daarmee de economische positie van Nederland in de wereld verslechteren. Vooralsnog bestaat er geen integraal overzicht van de financierbaarheid van Nederlandse bedrijven en de knelpunten die zich mogelijk daarin voordoen. Het ministerie wil daarom jaarlijks de financierbaarheid van bedrijven monitoren, om van daaruit beleid te ontwikkelen dat een gezond ondernemingsklimaat borgt. De zorg van het ministerie is met name gericht op de financierbaarheid van de groei van in de kern gezonde bedrijven, nu de economische en financiële crises over het dieptepunt heen lijkt en de economie weer uit het dal lijkt te kruipen.

1.1. De Monitor Financierbaarheid Nederland – een pilot-onderzoek

- 03 Het ministerie heeft PwC Advisory gevraagd een pilot voor deze monitor te ontwikkelen en uit te voeren. Op basis van deze pilot wordt in kaart gebracht in hoeverre vraag en aanbod van bedrijfsfinancieringen op elkaar aansluiten en wordt inzicht gegeven in de knelpunten in de financiering van Nederlandse bedrijven. Doelstelling van het onderzoek is:
 - spanningsvelden te identificeren tussen vraag naar en aanbod van bedrijfsfinancieringen;
 - oplossingen aan te dragen waarmee het Nederlandse bedrijfsleven beter en gemakkelijker financiering kan verwerven; en daarmee
 - bij te dragen aan het inzicht in hoe overheidsbeleid de financiering van bedrijven en dus de concurrentiepositie van Nederlandse bedrijven kan ondersteunen.
- 04 Opzet van de pilot is om op basis van het beschikbare cijfermateriaal inzicht te krijgen in de knelpunten in bedrijfsfinanciering. Dit kwantitatieve inzicht is aangevuld met gesprekken met diverse experts aan de aanbodzijde van de kapitaalmarkt en met ondernemers en bedrijven (de vraagzijde van de kapitaalmarkt) die de knelpunten aan den lijve hebben ondervonden.
- 05 Daarnaast biedt de pilot zicht op relevante, voor het onderzoek vaak onmisbare (cijfermatige) informatiestromen en communicatie tussen de financiële deelmarkten, toezichthouders, beleidsmakers en de op de markt acterende partijen. Een deel van die informatie en communicatie komt momenteel niet tot stand. Uit ons onderzoek is gebleken dat de verschillende aangesloten partijen hier ook de meerwaarde van inzien en bereid zijn mee te werken aan het opstellen van een uniforme dataset. Dit is iets dat in de komende maanden verder kan worden uitgewerkt en zijn beslag kan vinden in de MFN 2012.
- 06 Voordelen van een jaarlijks monitoronderzoek gebaseerd op reeds bestaande informatie zijn verder:
 - niet meer, maar betere data;
 - meer transparantie vanuit groepen aanbieders van financieringen;
 - meer wederzijds begrip tussen vragers, aanbieders en overheid;
 - beter beleid voor de financieringsmarkt;
 - minder transactiekosten, grotere efficiëntie en daarmee meer economisch rendement van de financieringsmarkt.

1.2. Dankwoord

- 07 Dit onderzoek is tot stand gekomen met de hulp van een groot aantal partijen in het beleidsveld en op de financiële markten. Dank is verschuldigd aan de opdrachtgevers Dinand Maas en Khalid Sheikh en de overige

betrokken ambtenaren van de ministeries van EL&I en Financiën, aan De Nederlandsche Bank (DNB), de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB), belangenorganisatie van institutionele beleggers Eumedion, de Vereniging van Effectenbezitters, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), Business Angels Network Nederland (BANN), het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS), VNO-NCW en MKB-Nederland. Daarnaast bedanken wij alle geïnterviewden en enquêterespondenten, die namens bijna 1.500 bedrijven, grootbanken, institutionele beleggers en andere aanbieders van financiering hebben bijgedragen aan het onderzoek. Voor een volledig overzicht van de geïnterviewde aanbieders van financieringen verwijzen wij naar bijlage N van dit rapport.

- 08 Wij bedanken in het bijzonder de betrokken medewerkers van onderzoeksbureau EIM, dat voor het overgrote deel verantwoordelijk is voor het onderzoek aan de vraagzijde van de markt voor bedrijfsfinancieringen, voor de prettige en constructieve samenwerking in een relatief kort tijdsbestek.
- 09 Het onderzoeksteam van PwC Advisory bestond uit Jan-Hendrik Schretlen (verantwoordelijk partner), Ton Jonker (projectleider), Otbert de Jong, Jasper Pierik, Anne Jolly Wijma, Patrick Theune, Bas Warmenhoven, Huib Korsten, Diederik Verzijl en Soumya Shyam. Wij bedanken ten slotte alle collega's die ons van advies, suggesties en ondersteuning hebben voorzien.

1.3. Leeswijzer

- 10 Dit rapport is geschreven op basis van elf deelrapporten die als bijlagen zijn toegevoegd. Het hoofdrapport brengt synthese aan in deze deeltrajecten door een volledig overzicht te geven van het aanbod van bedrijfsfinancieringen en onze overkoepelende conclusies en aanbevelingen te presenteren.
- 11 Het vervolg van dit rapport is als volgt opgebouwd:
 - Hoofdstuk 2 presenteert onze hoofdconclusies en aanbevelingen.
 - In hoofdstuk 3 gaan wij nader in op het onderliggende onderzoeksmateriaal.
 - De bijlagen A tot en met K bevatten de volledige rapporten van de in het kader van de pilot door PwC Advisory, EIM en EL&I uitgevoerde deelonderzoeken.
 - De bijlagen L, M en N bevatten een beschrijving van de onderzoeksaanpak, het gebruikte bronnenmateriaal en de geïnterviewde personen.

2. De financierbaarheid van Nederland wordt geremd door suboptimale marktwerking

- 12 Het economisch herstel is nog fragiel en omkleed met tal van onzekerheden. Een aantal van deze onzekerheden zoals de mogelijke invloed van de nieuwe wet en regelgeving en in het bijzonder Solvency II en Bazel III op zowel de interne organisatie als financiële dienstverlening van de financiële agenten, hun huidige gezondheid, de cultuurverandering bij ondernemingen en de opkomst van nieuwe financieringsvehikels zullen de wijze van financiering en financierbaarheid van het Nederlands bedrijfsleven beïnvloeden. De beschikbaarheid van financiering voor bedrijven is van belang voor de groei van de Nederlandse economie. Nu in de meeste economische sectoren de effecten van de crisis afnemen en bedrijven weer beginnen te investeren, wordt de financierbaarheid van Nederland, ofwel de mate waarin voldoende bedrijfskapitaal tegen redelijke voorwaarden beschikbaar is, een factor die het economisch herstel direct beïnvloed.
- 13 De marktveranderingen in combinatie met de geleerde lessen uit de recente financiële crisis en de aanbevelingen van Taskforce Kredietverlening hebben EL&I doen besluiten een diepgaander onderzoek te laten verrichten naar de mogelijke factoren en drivers die zowel vraag als aanbod van en naar financiering zullen gaan beïnvloeden en de mate waarin. Wij identificeren spanningsvelden in de geld- en kapitaalmarkt en doen aanbevelingen hoe het Nederlandse bedrijfsleven beter en efficiënter aan financiering kan komen. Daartoe zijn alle financiële markten en belangrijke spelers daarop onderzocht en geïnterviewd.
- 14 De grootste aanbieders van bedrijfskapitaal in Nederland zijn de banken, beleggingsfondsen en andere institutionele beleggers. Samen beschikken zij over een potentieel kapitaal aanbod van meer dan € 2 biljoen. Het grootste deel van dat aanbod bestaat uit kapitaal dat op dit moment is geïnvesteerd in of uitgeleend aan Nederlandse bedrijven. Een ander deel verdwijnt naar het buitenland, bijvoorbeeld in de vorm van beleggingen in het buitenland door Nederlandse pensioenfondsen en beleggingsinstellingen. Ten slotte is er een relatief klein deel dat op dit moment niet wordt gebruikt om bedrijven te financieren, bijvoorbeeld omdat er in de ogen van de betreffende financier te weinig goede financieringsvoorstellen van bedrijven beschikbaar zijn.
- 15 Ondanks het inzetten van enig economisch herstel zal naar verwachting het aanbod van kapitaal voor ondernemingen in de aanstaande jaren onder voortdurende spanning staan als gevolg van:
1. strengere regelgeving in de financiële sector, in de vorm van Bazel III, Solvency II en andere nieuwe regulering die onder andere strengere kapitaalseisen oplegt;
 2. een geringe relatieve aantrekkelijkheid van de Nederlandse markt voor beleggers, door betere rendementsprognoses in opkomende economieën en landen die zich sneller hersteld hebben van de financieel-economische crisis, zoals de VS en Duitsland;
 3. de nog immer onzekere economische verwachtingen en het mogelijk risicomijdend gedrag als gevolg daarvan door financiers, beleggers en investeerders.
- 16 Ook is er onderzocht of alternatieve vormen van bedrijfsfinancieringen, markten en mechanismen – zoals de informele beurs Alternext, private equity, venture capital, informal investments en de zogenoemde fondsinitiatieven – uitkomst van enige materialiteit bieden. Ondanks de groei die vele alternatieve financieringsvormen over de afgelopen jaren hebben laten zien, lijken ze vooralsnog weinig materialiteit te hebben. Die beperkte omvang heeft vele oorzaken.
- 17 Een daarvan is de afwezigheid van een optimaal functionerende markt voor risicodragend kapitaal voor middelgrote ondernemingen. Er zijn bijvoorbeeld weinig banken in Nederland bereid om beursintroducties op Alternext mogelijk te maken vanwege de risico's die daar voor hen aan kleven. Ook lijkt er weinig animo onder

beleggers om op emissies op deze markten in te schrijven vanwege de hoge risico's rondom informatieverschaffing, corporate governance en liquiditeit. Andere Europese landen zoals het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk kennen fiscale faciliteiten om gebruik en ontwikkeling van deze alternatieve markten te ondersteunen. Een belangrijk punt is dat er hier ook een wisselwerking is met de ontwikkeling van financiële markten / beurzen die als exit-mechanisme moeten dienen voor succesvolle investeringen van durfkapitalisten.

- 18 Bedrijven (met name in het MKB, maar ook daarbuiten) zoeken extern vermogen daarom over het algemeen bij banken. Ook wordt wel de rek gezocht in beter cash management en leveranciers- of afnemerskrediet. Bij de zoektocht naar bankfinanciering zijn met name voor kleinere ondernemingen de alternatieven vaak beperkt. Zij blijken vaak erg afhankelijk van de huisbank doordat daar nagenoeg alle bedrijfs- en persoonlijke activa van de ondernemer in onderpand zijn gegeven en een wisseling van bankrelatie ook uit commerciële overwegingen in de praktijk erg lastig is.
- 19 Ondernemers en bedrijven die wel op zoek gaan naar vermogen van alternatieve financiers – maar ook de bedrijven die bij de (huis)bank om financiering vragen – blijken vaak moeite te hebben met het presenteren van een goede business case waar financiers zich op kunnen verlaten. Dit probleem komt relatief meer voor bij kleine bedrijven, zo blijkt uit ons onderzoek.
- 20 De overheid stimuleert kleine bedrijven. De bijdrage van de overheid aan de seedregeling is € 95 mln. De fondsen die daarmee zijn opgezet beheren gezamenlijk € 190 mln. Alhoewel dit bedrag van relatief bescheiden omvang is zijn er volgens de NVP geluiden in de markt dat er inmiddels voldoende van dergelijke fondsen zijn om in de vraag te voorzien; uitbreiding is alleen nuttig in sectoren die nog niet gedekt zijn en om bestaande fondsen meer armslag te geven. Voorts heeft de overheid voor ruim € 2 miljard garanties verstrekt aan banken om financiering van het MKB te faciliteren.
- 21 De meeste bankanalisten verwachten dat financieringen op langere termijn moeilijker te realiseren zullen zijn dan kortetermijnfinancieringen als gevolg van de nieuwe Bazel III-regelgeving. Er zijn een aantal initiatieven om de marktwerking voor met name middellange financiering te verbeteren. De onderzoekers hebben deze gegroepeerd onder de naam “fondsinitiatieven”. Deze zogenaamde fondsinitiatieven willen voorzien in een betere markt voor leningen en een alternatieve bron van financiering voor bedrijven. Zoals bij elke nieuwe vorm van financiering hebben deze initiatieven te maken met ontwikkelingsproblematiek. Om deze alternatieven verder te ontwikkelen zal enige steun van de overheid en toezichthouders nodig zijn.
- 22 Om goed inzicht te krijgen in de werking en dynamiek van de geld- en kapitaalmarkt, alsmede de spelers daarin is goed en betrouwbaar cijfermateriaal onontbeerlijk. Thans worden veel gegevens verzameld door verschillende organisaties die boven de partijen staan maar worden diepgang en kwaliteit beperkt in hun waarde vanwege definitiekwesties en juridische beperkingen betreffende vertrouwelijkheid.
- 23 Samenhangend met het vorige punt constateren wij ook geringe samenwerking en soms een sfeer van wantrouwen tussen de financiers, markten, toezichthouders en de overheid. Het huidige klimaat van “zwarte pieten” en divergerende agenda's hebben tot gevolg dat er geen continue en constructieve dialoog plaatsvindt over verbeteringen in beleid en gedrag van deze partijen.
- 24 Ten slotte wordt opgemerkt dat de Nederlandse cultuur en opinie aangaande economisch succes soms een belemmering vormt. De discussie over prestatiebeloning bijvoorbeeld kan waardevol zijn als het gaat om de effectiviteit van het instrument, maar de vraag kan worden gesteld of het beeld dat beleidsmakers en de publieke opinie vormen over financiële instellingen hierdoor niet te sterk bepaald wordt.
- 25 Het gevolg van de hierboven beschreven ontwikkelingen is dat in verschillende segmenten van de markt voor financieringen spanningsvelden worden gepercipieerd. Met de term “spanningsvelden” duiden wij groepen en sectoren van bedrijven aan die meer moeite hebben dan andere groepen met het vinden van financiering. De segmenten die wij in deze studie hebben geïdentificeerd als gespannen zijn:
 - kleine bedrijven (minder dan 50 werkzame personen);
 - de horecasector;
 - de bouwsector;
 - handelsondernemingen;
 - innovatieve bedrijven;

- jonge bedrijven (korter dan 5 jaar gevestigd), vooral de groep van kapitaalintensieve start-ups; en
- groeiende bedrijven.

26 Daarbij merken wij op dat het niet vast te stellen is of “in de kern gezonde bedrijven” vaker financiering krijgen dan andere bedrijven. Reden daarvoor is dat er geen consistente definitie bestaat van “in de kern gezonde bedrijven”. Als benadering is in de enquête onder bedrijven de variabele “solvabiliteit” gehanteerd, maar die blijkt – anders dan in andere landen – geen significante relatie te hebben met het wel of niet verkrijgen van financiering.

2.1. Oplossingsrichtingen voor het verbeteren van de marktwerking en het wegnemen van belemmeringen

27 Deze oplossingsrichtingen zijn tot stand gekomen op basis van de binnen het onderzoek beschikbare empirische (kwantitatieve) gegevens en de interviews met de belangrijkste stakeholders.

2.1.1. Een robuuste financiële infrastructuur is een voorwaarde voor succes van ondernemend Nederland. Realisatie daarvan vraagt om meer samenwerking

28 De financiële sector kan worden gezien als faciliterend voor het bedrijfsleven, net als bijvoorbeeld ICT- en fysieke infrastructuur of een goed functionerende arbeidsmarkt. Het goed functioneren van de financiële sector vraagt om goede samenwerking tussen de daarbij betrokken partijen en een faciliterende overheid.

29 Er is dan ook behoefte aan duidelijke nationale doelstellingen aangaande de rol en positie van de financiële sector, gekoppeld aan een actieve houding van de overheid in de ontwikkeling en facilitering van een effectieve en succesvolle financiële sector als levensader voor het Nederlandse bedrijfsleven en het realiseren van de Nederlandse economische groeipotentie. Bij meerdere geïnterviewden uit diverse disciplines heerst onbegrip waarom de financiële sector niet is benoemd tot ‘Topsector’ in de bedrijvenbrief van het ministerie van EL&I.

30 Goed beleid en samenspel begint met goede informatie. Er is behoefte aan meer gedetailleerde en kwalitatief betere informatie over financiële markten. Onderzoek, waarvan deze pilot een eerste voorbeeld is, kan ertoe bijdragen dat betrouwbaardere kwantitatieve informatie beschikbaar komt, die de basis vormt voor een op feiten gebaseerde beleidsontwikkeling. De overheid is als eindverantwoordelijke voor een gezonde financiële sector en financiële markten in de beste positie om dit onderzoek te initiëren.

31 Ten slotte is een belangrijk onderdeel van de regierol van de overheid het op gang brengen van een betere constructieve samenwerking tussen partijen. Dit betreft in de eerste plaats de dialoog tussen de overheid en de financiële instellingen, maar ook toezichthouders, bedrijven en andere betrokken partijen zouden meer betrokken moeten worden. Deze dialoog is gebaat bij betrouwbare en transparante gegevens, die het resultaat kunnen zijn van het eerder genoemde onderzoek.

2.1.2. De marktwerking moet worden vergroot

32 Bedrijven, met name in het MKB, moeten makkelijker kunnen diversificeren in hun bronnen van financiering. Nu heeft de huisbank vaak een te dominante positie in de relatie met deze groep bedrijven. Wanneer het wisselen van bank makkelijker wordt gemaakt en de ontwikkeling van alternatieven wordt gestimuleerd, leidt dit tot meer concurrentie tussen banken en betere toegang tot alternatieve financiering voor bedrijven.

33 De ontwikkeling van alternatieve ondersteunende diensten en financieringsvormen en -markten kan door de overheid, marktpartijen en toezichthouders in gezamenlijkheid meer worden gestimuleerd. Dit kan onder andere worden gedaan door onderzoeken en proefprojecten mogelijk te maken en actief te ondersteunen (zowel door betrokkenheid en het meedenken hierover als door financiële ondersteuning).

34 Om de Nederlandse financieringsmarkt daarnaast beter concurrerend te maken is het zaak om een *level playing field* te creëren door regelgeving aan te passen aan concurrerende financieringsmarkten in het buitenland. Dit betreft onder ander een goed werkende informele beurs zoals die wel bestaat in Londen en Parijs.

2.1.3. *Meer financieringskennis is noodzakelijk*

- 35 Uit het huidige onderzoek, maar ook uit eerdere studies en het publieke debat, blijkt dat ondernemerschap en met name de financiering van nieuwe activiteiten in Nederland nog onvoldoende aandacht krijgen. Dit probleem is terug te voeren op zowel de relatief lage waardering van ondernemerschap en de resultaten die daarmee worden behaald, evenals de capaciteiten van ondernemers om hun meerwaarde overtuigend aan te tonen. Dat laatste aspect wordt op micro-niveau zichtbaar in de kritiek die vooral private equity-maatschappijen en informele investeerders, maar ook banken, hebben op de kwaliteit van de door ondernemers gepresenteerde bedrijfs- en groeiplannen.
- 36 Een belangrijk aspect hiervan is de opleiding van ondernemers, die in veel gevallen geen formeel karakter heeft. Wij bevelen dan ook aan om nader te onderzoeken hoe ondernemers het beste kunnen worden ondersteund in het vergroten van hun vaardigheden om investeringsvoorstellen succesvol te formuleren en te presenteren. In het algemeen krijgt de financiële functie in kleine bedrijven te weinig aandacht. Dit uit zich ook in de beperkte kwaliteit van de bewaking van de financiële gezondheid van bedrijven, inzicht in de financiële situatie, het bewaken van debiteurenstanden en het tijdig signaleren van problemen van financiële aard.

3. *Institutionele beleggers, banken en de beurs voorzien in de meerderheid van de bedrijfsfinancieringen*

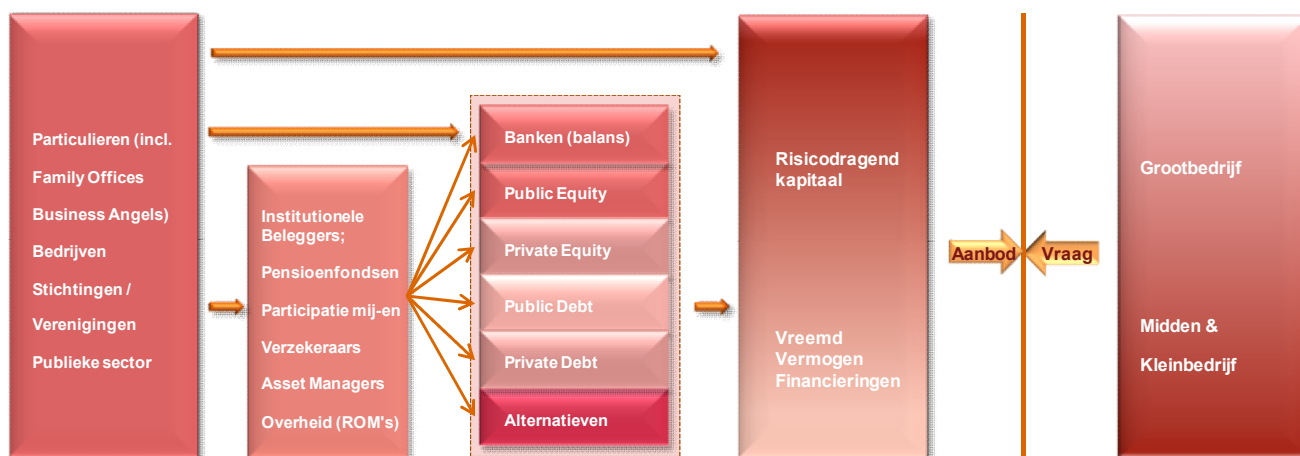
³⁷ Dit hoofdstuk bevat een overzicht van het aanbod van kapitaal dat beschikbaar is voor de financiering van Nederlandse bedrijven. Tevens gaan wij in op de conclusies en aanbevelingen die naar voren komen uit de deelrapporten over de vraagzijde en de verschillende spelers aan de aanbodzijde van de markt voor bedrijfsfinancieringen.

3.1. *Volume van geplaatste financieringen van Nederlandse aanbieders bedraagt ca. € 2,4 biljoen*

³⁸ In de paragrafen hierna geven wij een overzicht van de voor bedrijfsfinancieringen beschikbare fondsen van institutionele beleggers, banken, de beurs, private equity- en venture capital-partijen en de seed-fondsen van de Nederlandse overheid. Tevens betrekken wij in ons overzicht de overlap tussen het vermogen van deze aanbieders en het deel van het beschikbare vermogen dat wegvloeit naar het buitenland.

3.1.1. *Bedrijfsfinanciering kent diverse bronnen*

³⁹ Onderstaand een overzicht van de financieringsstromen die leiden tot de financiering van het Nederlandse bedrijfsleven. Bedrijfsfinanciering vanuit het buitenland geschiedt voor het overgrote merendeel via de beurs en via private equity maatschappijen. Een inschatting op basis van ons ter beschikking staande gegevens laat zien dat het volume van geplaatste financieringen van Nederlandse bedrijven circa € 2,4 biljoen bedraagt. Hierbij dient in acht te worden genomen dat van een aantal financieringsstromen de omvang vooralsnog onbekend is. Dit wordt ondermeer weergegeven in het figuur 'Overzicht van verstrekte bedrijfsfinancieringen' op de volgende pagina.

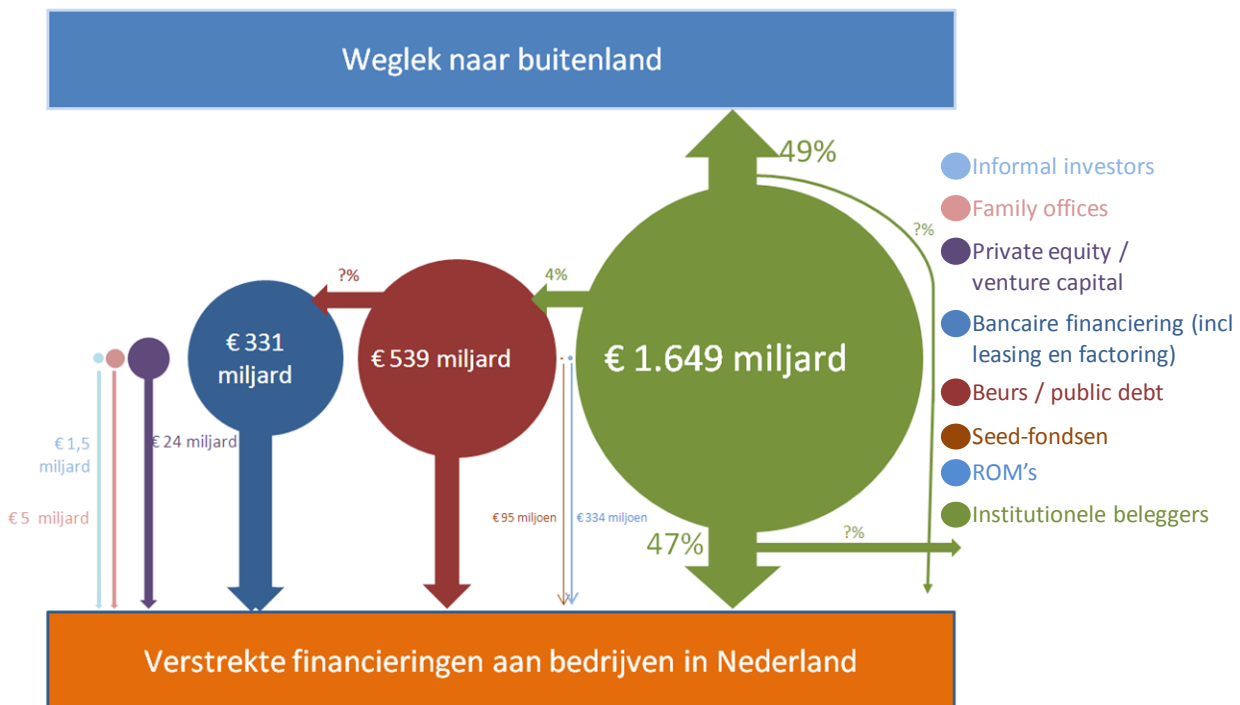


Analyseschema financieringsstromen (bron: analyses PwC Advisory)

3.1.2. *Banken, de beurs en institutionele beleggers vormen samen meer dan 95% van de verstrekte bedrijfsfinancieringen*

⁴⁰ De onderstaande figuur geeft een overzicht van de samenstelling van het voor bedrijfsfinancieringen verstrekte kapitaal per december 2010 vanuit verschillende bronnen, die vermeld staan in bijlage M. In deze figuur zijn de

bronnen weergegeven waarvan wij in het huidige pilot-onderzoek met een redelijke mate van zekerheid de omvang hebben kunnen schatten. Het is daarmee de praktische invulling van de figuur hierboven.



Overzicht van verstrekte bedrijfsfinancieringen

(bron: analyses PwC Advisory op basis van cijfers BANN, DNB, EL&I, Euronext, EVCA en NVP)

- 41 Bij de figuur is het belangrijk in acht te nemen dat hoewel sommige bronnen een relatief klein volume vertegenwoordigen, zij in het segment van startende bedrijven een cruciale rol spelen en/of nog in een initiële groeifase kunnen verkeren. Het belang van absolute getallen dient dus te worden gezien in het perspectief van het financieringsgedrag van de aanbieder en het type bedrijven dat ermee gefinancierd wordt.

3.1.3. Een deel van het beschikbare vermogen wordt in of via het buitenland geïnvesteerd

- 42 Een deel van de in de bovenstaande figuur genoemde fondsen vloeit naar het buitenland. Dit geldt vooral voor in het buitenland geïnvesteerd vermogen van institutionele beleggers. Dat wil echter niet zeggen dat deze gelden niet in Nederland worden belegd omdat sommige Nederlandse beleggers investeren in buitenlandse fondsen die weer in Nederlandse aandelen, leningen of anderszins beleggen. De omvang van deze terugstroming is bij de onderzoekers niet bekend. DNB zou vanuit prudentieel toezicht over betere cijfers kunnen beschikken.

3.1.4. Er bestaat overlap en onderlinge afhankelijkheid tussen verschillende aanbieders

- 43 Wij hebben vastgesteld dat er tussen getallen in de bovenstaande figuur enige overlap bestaat, waardoor het totale potentieel voor financieringen van Nederlandse bedrijven lager is dan de som van het aanbod door de verschillende groepen aanbieders. Zo zijn de aandelen van een aantal grootbanken aan de Nederlandse beurs genoteerd en investeren banken en institutionele beleggers in participatiemaatschappijen (die onder private equity / venture capital vallen). Het eerder genoemde totale potentieel voor financieringen van € 2,4 biljoen is reeds gecorrigeerd voor het bedrag van € 68 miljard die institutionele beleggers op de Nederlandse beurs beleggen. Naar onze inschatting is dat in euro's de grootste overlap tussen de getallen in de figuur. Wel dient rekening te worden gehouden met een weglekeffect van vooralsnog onbekende omvang. De geschatte € 2,4 biljoen is niet volledig beschikbaar voor het Nederlandse bedrijfsleven. Een onbekend deel ervan wordt aangewend ter financiering van bedrijven in het buitenland.

44 Andere overlappen die wij hebben vastgesteld, maar op basis van de beschikbare gegevens niet kunnen kwantificeren, zijn:

1. financiering van Nederlandse banken vanuit de Nederlandse beurs: beursgenoteerde banken zoals ING verwerven een deel van het vermogen dat zij in de vorm van bedrijfsfinancieringen verstrekken van beleggers die hun aandelen en obligaties bezitten (hieronder vallen ook aandelen en obligaties in handen van institutionele beleggers, die zijn immers onderdeel van de hierboven genoemde € 68 miljard);
2. financiering van private equity-maatschappijen en venture capitalists door institutionele beleggers en banken: deze twee groepen aanbieders dragen het overgrote deel van het beschikbare vermogen van PC/VC bij.

45 Het gevolg van deze ‘communicerende vaten’ is dat er tussen de verschillende aanbieders van bedrijfsfinancieringen onderlinge afhankelijkheden bestaan. Een voorbeeld, dat ook in paragraaf 3.6 hieronder aan de orde komt, is dat private equity-maatschappijen meer moeite hebben om kapitaal te verwerven van banken en institutionele beleggers en daardoor zelf ook minder kunnen investeren. Dat heeft weer mede tot gevolg dat informele investeerders moeilijker een exit kunnen maken als de startende bedrijven waarin zij investeren een volgende groeifase bereiken (zie paragraaf 3.7). Private equity neemt in deze gevallen dus minder vaak de financiering over van informele investeerders, waardoor de laatsten gebonden blijven aan hun investeringen in een segment waarin zij minder effectief zijn en niet kunnen investeren in nieuwe starters.

46 Een dergelijke onderlinge samenhang heeft aantoonbaar gevolgen voor de beschikbare bedrijfsfinanciering. Verderop in het rapport gaan wij in op andere voorbeelden.

47 Hierna gaan wij kort in op de hoofdconclusies uit de deelrapporten over de verschillende spelers op de markt voor bedrijfsfinancieringen.

3.2. Vooral snel groeiende en innovatieve bedrijven vinden aantrekken financiering moeilijk

48 Onderzoek naar de vraagkant van de markt voor bedrijfsfinanciering wijst uit dat de drie belangrijkste redenen om financiering aan te vragen betreffen de behoefte aan werkkapitaal, investeringen in bedrijfsmiddelen en financiering van huisvesting.

49 Daarnaast blijkt dat kleine bedrijven minder succesvol zijn in het vervullen van hun financieringsbehoefte dan grotere bedrijven.

50 Vooral jonge bedrijven en bedrijven in de bouw, de horeca en de handel boeken minder succes dan andere bedrijven. Voor een uitgebreide beschrijving van dit deel van het onderzoek verwijzen wij naar bijlage A (samengesteld door EIM) en B (samengesteld door EL&I) van dit rapport waarin de vraagzijde van bedrijfsfinanciering wordt behandeld.

3.2.1. Risico is meestal het struikelblok, solvabiliteit niet altijd

51 Wanneer bedrijven geen financiering weten te verkrijgen, is dat doorgaans omdat de financierende partij het risico te groot acht. Vooral de financieringsvoorstellen van starters en van bedrijven jonger dan vijf jaar (deze groep omvat circa 45% van het kleinbedrijf) worden gezien als te riskant. Een andere veel voorkomende afwijzingsgrond is dat de financierende partij het financieringsvoorstel simpelweg niet interessant genoeg vindt.

52 Bij het mislukken van het aantrekken van nieuw vreemd vermogen blijkt volgens de enquête onder het grootbedrijf en het MKB de solvabiliteit van het bedrijf geen hoofdrol te spelen. De primaire beoordeling van een bedrijf dat financiering wil aantrekken is gebaseerd op de verwachte kasstromen en de rentabiliteit van het bedrijf. Solvabiliteit, dus buffervermogen, wint pas in belang wanneer er voorzien wordt dat de kasstromen en/of rentabiliteit (tijdelijk) onvoldoende zullen zijn om aan de “debt service” verplichtingen te voldoen. In dat scenario begint echter het risico hoger te worden en beginnen financiers af te haken. Wanneer de solvabiliteit van kleine bedrijven door banken in de beoordeling van kredietaanvragen wordt betrokken, wordt niet sec naar de hoogte van de het solvabiliteitspercentage gekeken, maar meer naar de ontwikkeling van de solvabiliteit van

het bedrijf in de jaren voorafgaand aan de kredietaanvraag. Als die ontwikkeling negatief is geweest, is dat voor banken een indicatie van hoog terugbetalingsrisico.

- 53 Wanneer een bedrijf op zoek gaat naar extern eigen vermogen speelt de solvabiliteit volgens de enquête een belangrijkere rol. Bedrijven met een lage solvabiliteit hebben in de achterliggende periode vaker moeite gehad met het aantrekken van risicodragend kapitaal.

3.2.2. *Knelpunten voor ondernemers zijn de zoekkosten, de transactiekosten, informatieongelijkheid en vendor lock-in*

- 54 Belangrijke knelpunten die kleine ondernemingen ervaren bij het zoeken van financiering zijn de transactiekosten en de asymmetrie in de informatiepositie van kleine bedrijven en professionele financiële instellingen. Naar mate een financieringsaanvraag een kleinere omvang heeft, drukken de kosten daarvan hoger op de aanvrager, omdat de transactiekosten gelijk blijven. Voor kleinere bedrijven is het aantrekken van kapitaal daardoor relatief duurder dan voor bedrijven die grotere financieringsaanvragen doen.
- 55 De informatieongelijkheid drukt in de eerste plaats op de aanbieder van kapitaal, die meer tijd en energie kwijt is aan het verkrijgen van de juiste informatie en het maken van een accurate risico-inschatting. De kosten die hiermee gemoeid zijn worden doorberekend aan de aanvrager. Ook dit werkt kostenverhogend op het verkrijgen van financiering. Daar komt nog bij dat zowel de ondernemer zelf als zijn adviseurs vaak weinig kennis hebben van de markt voor bedrijfsfinanciering, waardoor de ondernemer ook directe zoekkosten maakt die het verkrijgen van financiering duurder maken.
- 56 Een derde knelpunt hangt samen met de gebondenheid die kleine bedrijven ervaren met hun huisbank. Dit fenomeen kent zowel positieve als negatieve eigenschappen. De voordelen van een huisbank en concentratie van bankzaken zijn evident. Er kleven echter ook nadelen aan, vooral wanneer de bank op een bepaald moment niet aan de wensen tot kredietverlening of dienstverlening van de ondernemer kan voldoen. Op zulke momenten hebben ondernemers vaak geen keus en kan de beleving van de dienstverlening door banken makkelijk omslaan. Snelgroeiende, innovatieve bedrijven ondervinden de meeste hinder van de gesignaleerde knelpunten, zo blijkt uit de enquête en de interviews.
- 57 Vooral snel groeiende, innovatieve en startende bedrijven ondervinden hinder van deze knelpunten, omdat zij een onzekere liquiditeitsbehoefte hebben en daardoor vaker (relatief kleine) financieringsaanvragen opstellen. Bij deze groep speelt ook het gebrek aan een 'track record' een rol. Daarnaast ervaren veel kleine bedrijven dat vooral banken een groot risico zien in de besloten structuur van kleine bedrijven en hun grote afhankelijkheid van een beperkt aantal personen.
- 58 Grotere bedrijven hebben hun afhankelijkheid van banken verminderd, voornamelijk dankzij hun beschikking over expertise waarmee zij hun kredietbehoefte kunnen beperken. Grote bedrijven zijn ook minder afhankelijk van de huisbank omdat ze toegang hebben tot openbare kapitaalmarkten of meerdere bankrelaties hebben. Daarnaast blijkt uit het deelonderzoek van EIM aan de vraagkant dat grote bedrijven effectiever zijn in het beheren van hun werkkapitaal.

3.2.3. *Oplossingen liggen in de vaardigheden van ondernemers en de betrokkenheid van financiers*

- 59 Bedrijven geven aan dat zij het waarderen wanneer een (potentiële) financier hun sector begrijpt. Het lijkt erop dat in dat geval ook vaker succesvol om financiering wordt gevraagd. Bedrijven noemen informele investeerders en "special purpose" banken als financiers die dat begrip aan de dag leggen.
- 60 Kleinere bedrijven zouden baat hebben bij betere voorlichting en educatie inzake financieringstechnieken en mogelijkheden alsmede cash-flow management. De training kan worden verzorgd door bijvoorbeeld door financiers, financieringsadviseurs, kamers van koophandel, werkgeversorganisaties en anderen. Ook kan de kwaliteit van financieel advies aan het kleinbedrijf verhoogd worden bijvoorbeeld via online training en tools voor bestaande adviseurs. Ten slotte zou een onderzoek kunnen worden ingezet naar de haalbaarheid van een uniforme rating van MKB's door een gespecialiseerde rating agency, wat transactiekosten mogelijk beperkt en mobiliteit verhoogt.

3.3. Banken worden beperkt in hun mogelijkheden om te financieren en maken conservatieve keuzes

- 61 De bankensector heeft een tumultueuze periode achter de rug. De kredietcrisis en additionele regelgeving hebben een aanzienlijke invloed op de verdienmodellen van banken. De wijze waarop banken met de nieuwe realiteit omgaan verschilt. De omstandigheden van banken en de kalibratie van hun strategieën leidden soms tot aanpassingsfricties als gevolg van nieuw kredietbeleid waarbij vooral MKB cliënten moesten worden teleurgesteld.
- 62 In normale omstandigheden is dat wellicht geen onoverkomelijk probleem, maar zeker in een crisis heeft een onderneming weinig of geen alternatief voor financiering door haar huisbank. Dat leverde pijnlijke situaties en frustratie op voor ondernemers. Betrouwbare cijfermatige informatie over de activiteiten van banken is er niet en daarmee is er ook geen goede basis om te komen tot een gezamenlijke oplossing van het gesignaleerde knelpunt of (eventueel) voor regulerend overheidsbeleid. Dit gebrek aan informatie en de afhankelijkheid van ondernemingen van hun huisbank vormen mogelijk een belemmering voor de financiering van economische groei.
- 63 In deze tijd en in de huidige concurrentieverhoudingen als gevolg van globalisering kan naar onze mening geen enkel land zich gebrekkige data permitteren. Een nadere uitwerking van de Monitor en eventueel aanvullend onderzoek zal moeten uitwijzen hoe de overheid altijd over goede actuele informatie kan beschikken over de stand van zaken in financiële markten, en hoe bedrijven hun financieringsbronnen beter kunnen diversifiëren. Oplossingsrichtingen zijn een verbeterde marktwerking in de financiële industrie en het beter organiseren van de informatievormen en stromen.
- 64 Voor een uitgebreide beschrijving van dit deel van het onderzoek verwijzen wij naar bijlage C van dit rapport waarin de rol van de banken wordt beschreven. In bijlage K zijn de verwachte effecten van de nieuwe Bazel III-regelgeving samengevat.

3.4. De Nederlandse beurs als bron van kapitaal is niet populair

- 65 Het aantal beursnoteringen aan de Nederlandse beurs is de afgelopen jaren met circa 25% afgenomen door overnames en globalisering. Het aantal nieuwe beursnoteringen over deze periode is zeer beperkt geweest.
- 66 Diverse marktpartijen noemen als mogelijke oorzaken voor het beperkte aantal nieuwe noteringen:
1. het volatiele beursklimaat van de afgelopen jaren, wat zorgt voor onzekerheid over de initiële aandelenkoers waardoor een beursgang wordt uitgesteld of helemaal niet doorgaat;
 2. de beperkte schaalgrootte van Nederlandse ondernemingen ten opzichte van de investeringsgrenzen die internationale beleggers hanteren;
 3. het wegvallen van ABN Amro Rothschild als een belangrijke Nederlandse bank die een vooraanstaande positie had als het ging om begeleiden van grote (inter)nationale beursgangen;
 4. de Nederlandse cultuur en mentaliteit waarin het verkrijgen van een beursnotering niet als hoogst haalbare wordt gezien;
 5. de perceptie bij ondernemers en aandeelhouders dat een verkoop eenvoudiger, sneller en goedkoper is; en
 6. de beperkte promotie door de overheid, de banken en Euronext zelf van de Nederlandse beurs als gelijkwaardig financieringsalternatief.
- 67 Voornoemde oorzaken lijken voor zowel MKB als grootbedrijf te resulteren in een zeer beperkte toegang tot de publieke aandelenmarkt.
- 68 Het verdient aanbeveling om nader onderzoek te doen naar de vraag hoe voor het midden- en kleinbedrijf de publieke kapitaalmarkt aantrekkelijk kan worden. Een mogelijke oplossingsrichting kan zijn het introduceren van een groeiemodel met alternatieve beurzen voor dergelijke ondernemingen, zoals bijvoorbeeld Parijs met de Marché Libre en Alternext, en Londen, met Plus en AIM, dat kennen. Deze kunnen dan als opstap dienen naar Euronext Amsterdam.

- 69 Om dergelijke alternatieve beurzen succesvol te ontwikkelen, kan de overheid een complex van maatregelen overwegen. Hierbij kan gedacht worden aan (1) (fiscale) stimuleringsmaatregelen, (2) Alternext alleen toegankelijk maken voor professionele partijen waarmee het risicoprofiel voor banken afneemt en het voor hen aantrekkelijker wordt om bedrijven naar deze beurs te brengen, (3) verdere ontwikkeling van de expertise bij banken en financieel adviseurs op het gebied van beursintroducties van kleine en middelgrote ondernemingen, (4) het instellen van een beperkt due diligence regime waarvoor de begeleidende banken verantwoording afleggen aan de beurs of AFM om informatie asymmetrie ten opzichte van een verkoop te verkleinen en het vertrouwen in de markt te vergroten, en (5) onderzoek naar mogelijke maatregelen om de liquiditeit van ondernemingen op deze alternatieve beurzen te stimuleren door bijvoorbeeld het instellen van goede 'liquidity providers' of 'market makers'.
- 70 In aanvulling op voornoemde maatregelen is het gewenst dat de overheid, Euronext Amsterdam, banken en financieel adviseurs een gerichte marketing, communicatie en voorlichting richting zowel Nederlandse als ook buitenlandse ondernemingen starten om de aantrekkelijkheid van de Amsterdamse beurs als gelijkwaardig financieringsalternatief te promoten.
- 71 Voor een uitgebreide beschrijving van dit deel van het onderzoek verwijzen wij naar bijlage D van dit rapport waarin de rol van de beurs wordt beschreven.

3.5. *Institutionele beleggers lijken een groot deel van hun fondsen buiten Nederland te beleggen*

- 72 De ontwikkelingen in de markt van institutionele beleggers leiden tot een grotere complexiteit en maken het moeilijk om de Nederlandse investeringen van deze groep vast te stellen. De toename van fiduciair vermogensbeheer en de toename van pensioenvermogen dat in het buitenland wordt belegd zijn voorbeelden van een toegenomen complexiteit. Als gevolg hiervan is het moeilijk om precies vast te stellen welk deel van het vermogen van institutionele beleggers daadwerkelijk in Nederland wordt belegd.
- 73 Institutionele beleggers zien in hun huidige vorm en rol geen directe verantwoordelijkheid voor een actieve rol in het verbeteren van de financierbaarheid van Nederland. Het investeren van vermogen binnen Nederland of daarbuiten is volledig afhankelijk van de verhouding tussen rendement en risico die een investering biedt. De financierbaarheid van Nederland speelt in de investeringsbeslissing geen rol. Directe inmenging van de overheid in de beleggingsstrategie van investeerders wordt als zeer onwenselijk beschouwd, omdat dit een efficiënte werking van de kapitaalmarkt zou belemmeren. Maar de overheid kan zich wel inzetten om de institutionele beleggers meer te betrekken bij de beleidsvoorbereiding en de door hen ervaren hindernissen te slechten.
- 74 Institutionele beleggers vinden dat zij door de overheid onvoldoende betrokken worden bij initiatieven die van invloed zijn op het Nederlandse investeringsklimaat. Aan de ene kant wordt de aantrekkelijkheid van Nederland voor investeerders beïnvloed door wet- en regelgeving. Daarnaast ontplooit de overheid initiatieven die ons land voor investeerders interessanter moeten maken. Tijdens het onderzoek is gebleken dat institutionele beleggers van mening zijn dat zij in beide gevallen onvoldoende door de overheid worden geïnformeerd dan wel geconsulteerd.
- 75 Voor een uitgebreide beschrijving van dit deel van het onderzoek verwijzen wij naar bijlage E van dit rapport waarin de rol van de institutionele beleggers wordt beschreven.

3.6. *Private equity en venture capital nemen in omvang toe, na een scherpe daling sinds 2007*

- 76 Voor ondernemingen die winstgevend zijn en een ondernemingswaarde hebben van circa €30 miljoen tot boven de €200 miljoen (de 'sweetspot' van traditionele private equity/buyout fondsen) lijken er geen serieuze knelpunten te zijn met betrekking tot de financieringsbehoefte.
- 77 Voor venture capital investeringen lijkt het in de laatste jaren nog moeilijker te zijn geworden om vreemd vermogen aan te trekken. Daarnaast is het moeilijker geworden voor venture capital maatschappijen om nieuwe fondsen te werven. Vooral fondsen die zich richten op later stage venture investeringen hebben nu relatief

weinig kapitaal beschikbaar om dergelijke nieuwe investeringen te doen. Het gebrek aan vreemd en/of eigen vermogen kan nadelig uitpakken voor de ontwikkeling van innovatieve bedrijven in Nederland. De overheid zou een drijvende kracht kunnen zijn om investeringen in fondsen voor innovatieve kleine ondernemingen en de investeringen en kredietverlening in deze ondernemingen te blijven stimuleren.

- 78 Ook voor PE/VC is het belangrijk dat de huidige financieringsfaciliteiten van de overheid (bijvoorbeeld Groei-Seed, BMKB) blijven bestaan en dat er nieuwe faciliteiten worden ontwikkeld voor de later stage venture fondsen, om zo in het bijzonder de kleine risicovolle ondernemingen te blijven ondersteunen.
- 79 Een belangrijk knelpunt voor MKB bedrijven om ofwel vreemd of eigen vermogen aan te trekken is de informatievoorziening. Het schort ondernemers soms aan professionaliteit, waardoor de banken en of private equity maatschappijen niet bereid zijn te investeren. Een mogelijke oplossing hiervoor is de ontwikkeling van standaard rapportages en dat er subsidies komen zodat de ondernemers professionele ondersteuning in kunnen schakelen om de financiële huishouding op orde te krijgen.
- 80 Tot slot, is er de behoefte dat de overheid betrouwbaarheid uitstraalt en de betrokken partijen tijdig informeert over op handen zijnde veranderingen, zodat de ondernemingen en investeerders niet voor verrassingen komen te staan. Een van de onderliggende drijvers voor een goed werkende private equity sector is een stabiele wet- en regelgeving waardoor investeerders niet tijdens de investeringscyclus worden verrast. Ook is het van belang dat de concurrentiepositie van Nederlandse bedrijven en investeerders niet benadeeld wordt door regulering vanuit de overheid, bijvoorbeeld op het gebied van fiscaliteit.
- 81 Voor een uitgebreide beschrijving van dit deel van het onderzoek verwijzen wij naar bijlage F van dit rapport waarin de rol van private equity en venture capital wordt beschreven.

3.7. Informele investeerders richten zich op startende ondernemers; hun geïnvesteerd vermogen is moeilijk te schatten

- 82 De informele investeerder speelt een belangrijke rol op de kapitaalmarkt door startende, veelal jonge ondernemingen te voorzien van kapitaal. Informele investeerders bedienen het onderste segment van de financieringsmarkt. 90% van de investeringen die door informele investeerders in Nederland worden gepleegd is kleiner dan €500.000 en slechts een zeer klein aantal investeringen overstijgt de waarde van €1 miljoen. De bovengrens van €500.000 die kan worden waargenomen, sluit aan op de ondergrens die door meer formele financieringspartijen gesteld wordt. Private equity-kantoren en durfkapitaalfondsen investeren doorgaans niet in voorstellen met een waarde lager dan €500.000.
- 83 De totale omvang van de markt voor informele investeringen laat zich eigenlijk niet schatten. Cijfers omtrent de omvang van de markt voor informele investeringen ontbreken.
- 84 Belangrijkst knelpunt zit aan de vraagkant, bij de “investment readiness” van ondernemers en hun ondernemingen. Een ander knelpunt ontstaat doordat banken en PE-partijen minder financieringen doen dan 4 jaar geleden. Informele investeerders kunnen daardoor soms geen exit meer maken uit naar een volgende fase doorgroeiende start-ups, waardoor hun kapitaal niet beschikbaar komt voor nieuwe starters. Dit heeft mogelijk verstrekende gevolgen voor de financierbaarheid van nieuwe starters. Voor een uitgebreide beschrijving van dit deel van het onderzoek verwijzen wij naar bijlage G van dit rapport waarin de rol van de informele investeerders wordt beschreven.

3.8. Family offices vormen een relevante aanbieder en hebben een lange investeringshorizon

- 85 Family offices zijn internationaal en nationaal uitgegroeid tot een integraal onderdeel van de Europese en nationale private equity- en venture capital-markt. Er is vanwege het private karakter van de family offices eigenlijk weinig tot niets bekend over de hoeveelheid family offices en hun omvang. Ook (internationaal) wetenschappelijk onderzoek is nauwelijks beschikbaar. Er zijn family offices te onderscheiden die voor meerdere families werken (zogenaamde multi-family offices) en die voor een familie werken (single-family

offices). Van beide typen wordt geschat dat er zo'n dertig zijn in Nederland. De ontstaansgeschiedenis van een family office kan ook sterk verschillen. De belangrijkste is historisch geaccumuleerd familievermogen, maar ook de verkoop van het familiebedrijf, of een deel ervan, kan leiden tot het oprichten van een family office. Hoe er belegd wordt verschilt per familie maar is vaak wel onderscheidend van andere beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders.

- 86 Nederlandse family offices vertegenwoordigen naar schatting circa € 5 miljard aan geïnvesteerd vermogen. Daarmee vormen zij een van de kleinere groepen kapitaal aanbieders, naast informele investeerders. Wel is na het crisisjaar 2009 een duidelijke groei in het aangetrokken kapitaal zichtbaar, waardoor de investeringen door family offices jaarlijks met een paar procent zullen toenemen. Vanwege hun substantiële omvang en belang voor de private equity en venture capital markt is het aantrekkelijk meer onderzoek uit te voeren naar family offices in Nederland.
- 87 Nederlandse family offices stellen minder hoge eisen aan de groei van de bedrijven waarin zij investeren en kennen een relatief lange tijdshorizon. Gecombineerd met het gegeven dat vaak direct in bedrijven wordt geïnvesteerd, zijn family offices voor bedrijven een betrouwbare investeerder. De family offices waarmee gesproken is gaven aan niet of nauwelijks samen met andere partijen te investeren. Vaak hebben zij ook een bedrijvensegment waarin zij van oudsher investeren, die in meer of mindere mate wordt aangevuld met andere sectoren in het portfolio.
- 88 Vanwege hun substantiële omvang en belang voor de private equity en venture capital markt is het aantrekkelijk meer onderzoek uit te voeren naar family offices in Nederland. Voor een uitgebreidere beschrijving van dit deel van het onderzoek verwijzen wij naar bijlage H van dit rapport waarin de rol van de family offices verder wordt beschreven.

3.9. *Fondsinitiatieven en crowdfunding zijn alternatieve vormen van financiering, maar vooralsnog van marginale omvang*

3.9.1. *Fondsinitiatieven gaan mogelijk voorzien in een behoefte aan alternatief kapitaal aanbod*

- 89 Fondsinitiatieven zijn opgezet met het doel om tegemoet te komen aan de wens van het MKB een alternatief financieringskanaal te hebben, vooral voor langere termijn financieringen. Daartoe bieden zij alternatieve vormen van financiering aan, maar ook diensten die gericht zijn op het verbeteren van markttransparantie en optimalisatie van het kredietaanvraagproces.
- 90 De belangrijkste obstakels die fondsinitiatieven ondervinden in het realiseren van hun doelen zijn: 1) enige 'koudwatervrees' aangaande alternatieve financieringsvormen aan zowel vraag- als aanbodzijde, 2) de hoge kapitaalkosten en inspanningen benodigd voor de informatievoorziening over midden- en kleinbedrijven voor investeerders en 3) het ontbreken van garantie- en borgstellingregelingen voor aanbieders van kapitaal anders dan de bank (bijvoorbeeld voor pensioenfondsen).
- 91 Fondsinitiatieven zouden een interessante aanvulling kunnen zijn op het productenassortiment van banken. De banken zouden daar zelf ook baat bij kunnen hebben en een rol in kunnen spelen. Verder nodigen zulke initiatieven uit tot een creatieve heroverweging van ingesloten bankprocessen en opent het mogelijkheden tot het reorganiseren van de manier waarop financieringen worden verwerkt, geadmistreerd, bewaakt, afgehandeld en geherfinancierd. Het verdient daarom aanbeveling dat er een werkgroep in het leven wordt geroepen met een sterk resultaatgericht mandaat om met betrokken partijen serieus naar een aantal fondsinitiatieven te kijken met het oog op haalbaarheid en wenselijkheid en het opstellen van een concreet plan van aanpak.
- 92 Voor een uitgebreide beschrijving van dit deel van het onderzoek verwijzen wij naar bijlage I van dit rapport waarin de rol van de fondsinitiatieven wordt beschreven.

3.9.2. Crowdfunding is in Nederland nog relatief onbekend

- 93 Crowdfunding is het brede scala aan activiteiten waarbij in een kapitaalbehoefte wordt voorzien door van een grote groep investeerders relatief kleine bedragen aan te trekken. Het crowdfundingplatform vervult daarbij een faciliterende rol. Crowdfunding bevindt zich in Nederland nog in een verkennend stadium. Het fenomeen is met name bij verstrekkers van financiering nog onvoldoende bekend om te kunnen voorzien in de grote vraag naar financiering vanuit het bedrijfsleven.
- 94 Het is gezien de huidige stand van zaken nog te vroeg om te kunnen beoordelen hoe crowdfunding zich kan ontwikkelen en of er een overheidsrol nodig of gewenst is. Wel geven crowdfunding-organisaties aan dat enige mate van regulering gewenst is. Dit niet alleen uit hoofde van transparantie richting alle marktpartijen, maar belangrijker nog ook naar de leveranciers van crowdfunding zelf. Immers, het versterkt de corporate governance en mitigeert de notie van het handelen in een grijs gebied. Een lichte vorm van regulering met name vanuit het AFM, inzake product kenmerken, zou tot een efficiëntere markt kunnen leiden.
- 95 Voor een uitgebreide beschrijving van dit deel van het onderzoek verwijzen wij naar bijlage J van dit rapport waarin de rol van de crowdfunding-initiatieven wordt beschreven.

A. Vraagzijde – financieringsbehoefte bedrijven

- 96 Deze bijlage bevat de conclusies en aanbevelingen die door PwC Advisory zijn geformuleerd op basis van twee door onderzoeksbureau EIM opgestelde rapportages over de vraagzijde van de markt naar bedrijfsfinancieringen. Het feitenonderzoek voor die rapportages is door EIM en (voor een klein deel) door PwC Advisory uitgevoerd in de periode januari – maart 2011.
- 97 De eerste bijgevoegde rapportage – “Financieringsmonitor 2011” – bevat de resultaten van een enquête die EIM heeft uitgevoerd onder 1.460 grote, middelgrote en kleine bedrijven. De tweede bijgevoegde rapportage – “Interviews Financieringsmonitor 2011” – bevat de resultaten van 18 interviews. De 15 interviews met MKB-bedrijven (tot 250 werkzame personen) zijn uitgevoerd door EIM, de 3 interviews met grote bedrijven (vanaf 250 werkzame personen) zijn uitgevoerd door PwC Advisory. De gesprekspartners voor de interviews, die in de rapportage van EIM anoniem blijven, zijn in alle gevallen de directeur-eigenaar, CEO of financieel directeur van het betreffende bedrijf. De uitspraken in de rapportages dienen gelezen te worden als een brede weergave van de *ervaringen en percepties* van bedrijven met financieringstrajecten. Op de uitspraken van enquêteerrespondenten en geïnterviewden is geen wederhoor toegepast bij de door hen benaderde financiers.

A.1. Vooral jonge kleine en jonge bedrijven krijgen minder makkelijk financiering

- 98 Onderzoek naar de vraagkant van de markt voor bedrijfsfinanciering wijst uit dat de twee belangrijkste redenen om financiering aan te vragen betreffen de benodigdheid van werkkapitaal en het willen plegen van investeringen in vaste activa. Ook blijkt dat kleine bedrijven minder succesvol zijn in het vervullen van hun financieringsbehoefte dan grotere bedrijven. Vooral jonge bedrijven en bedrijven in de bouw, de horeca en de handel boeken minder succes dan andere bedrijven.
- 99 Daarnaast ervaren veel kleine bedrijven dat met name banken een groot risico zien in de besloten structuur van kleine bedrijven en hun grote afhankelijkheid van een beperkt aantal personen. Grotere bedrijven hebben hun afhankelijkheid van banken sterk verminderd, voornamelijk dankzij hun beschikking over expertise waarmee zij hun kredietbehoefte kunnen beperken. Kleine bedrijven beschikken niet over deze expertise en kunnen deze veelal ook niet inkopen.

A.2. Risico is meestal het struikelblok, solvabiliteit speelt niet altijd een rol

- 100 Wanneer bedrijven geen financiering weten te verkrijgen, is dat in de meeste gevallen omdat de financierende partij het risico te groot acht. Vooral de financieringsvoorstellen van starters en van bedrijven jonger dan vijf jaar worden gezien als te riskant. Een andere veel voorkomende afwijzingsgrond is dat de financierende partij het financieringsvoorstel simpelweg niet interessant genoeg vindt.
- 101 Bij het mislukken van het aantrekken van vreemd vermogen blijkt de solvabiliteit van het bedrijf geen rol te spelen voor het midden- en grootbedrijf. In het kleinbedrijf lijkt dit wel het geval te zijn, met name wanneer de solvabiliteit in de jaren voorafgaand aan de kredietaanvraag is gedaald. Wanneer een bedrijf opzoek gaat naar extern eigen vermogen speelt de solvabiliteit wel een duidelijke rol. Een bedrijf met een lage gemiddelde solvabiliteit heeft grote moeite met het aantrekken van risicodragend kapitaal. Ook blijkt uit de enquête dat de ontwikkeling van het eigen vermogen de kansen op een succesvolle financieringsaanvraag kan beïnvloeden: een recente daling in het eigen vermogen lijkt de kans op afwijzing van de aanvraag te vergroten.

A.3. Knelpunten zijn de zoekkosten, transactiekosten, informatieongelijkheid en vendor lock-in

- 102 Belangrijke knelpunten die kleine ondernemingen ervaren bij het zoeken van financiering komen voort uit de hoogte van de transactiekosten en de asymmetrie in de informatiepositie van kleine bedrijven en professionele financiële instellingen. Naar mate een financieringsaanvraag een kleinere omvang heeft, drukken de financieringskosten hoger op de aanvrager, omdat de transactiekosten gelijk blijven. Voor kleinere bedrijven is het aantrekken van kapitaal daardoor duurder dan voor bedrijven die grotere financieringsaanvragen doen.
- 103 De informatieongelijkheid drukt in de eerste plaats op de aanbieder van kapitaal, die meer tijd en energie kwijt is aan het verkrijgen van de juiste informatie en het maken van een accurate risico-inschatting. De kosten die hiermee gemoeid zijn worden doorberekend aan de aanvrager. Ook dit werkt kostenverhogend op het verkrijgen van financiering. Daar komt nog bij dat zowel de ondernemer zelf als zijn adviseurs vaak weinig kennis hebben van de markt voor bedrijfsfinanciering, waardoor de ondernemer ook directe zoekkosten maakt die het verkrijgen van financiering duurder maken.
- 104 Een derde knelpunt hangt samen met de *vendor lock-in* die kleine bedrijven ervaren bij hun huisbank. Bij het afnemen van financiële producten ervaren ondernemers een aantal voordelen bij hun huisbank die zij bij andere aanbieders van financiering niet kunnen verkrijgen. Dit kan variëren van een preferentiële benadering van zekerheden door de huisbank tot de aangebrachte koppeling tussen uitstaande kredieten en de betaalrekening, waardoor de ondernemer bij wijzigingen in zijn krediethuishouding de kans loopt zijn volledige relatiebestand te moeten informeren over een nieuw rekeningnummer.

A.4. Sectorkennis van de financier wordt positief gewaardeerd

- 105 Uit de interviews blijkt dat bedrijven die ervaringen hebben met informele investeerders, daar positief over zijn. Dat positieve oordeel heeft vooral te maken met de betrokkenheid van de informele investeerder bij het bedrijf.
- 106 Ook blijken ‘special purpose banken’ in een aantal gevallen soelaas te bieden als men bij de huisbank niet slaagt om financiering te verkrijgen. Net als bij informele investeerders waarderen de bedrijven de kennis van hun sector de special purpose banken aan de dag leggen.

A.5. Snelgroeiende, innovatieve bedrijven ondervinden de meeste hinder

- 107 Vooral snel groeiende, innovatieve en startende bedrijven ondervinden hinder van deze knelpunten, omdat zij een onzekere liquiditeitsbehoefte hebben en daardoor vaker (relatief kleine) financieringsaanvragen opstellen. Als gevolg van het ontbreken van een ‘track record’ zijn banken traditioneel minder geneigd deze groep te financieren. Als gevolg van de (post-crisis) terugtrekkende bewegingen van banken en venture capitalists ook in latere groeifasen van dit type bedrijven, zijn ook informele investeerders minder geneigd om in het beginstadium te financieren, omdat zij later minder goed een exit kunnen maken (zie ook bijlage G).

A.6. Aanbevelingen

- Betere voorlichting aan kleinere bedrijven, bijvoorbeeld door financiers, financieringsadviseurs en werkgeversorganisaties;
- Verhogen van de kwaliteit van financieel advies aan het kleinbedrijf, bijvoorbeeld via online training en tools voor bestaande adviseurs
- Rating van MKB's door een gespecialiseerde rating agency, hetgeen transactiekosten beperkt
- Fondsinitiatieven die door risico's te verkavelen MKB's aantrekkelijker kunnen maken voor institutionele beleggers

Financieringsmonitor 2011

Onderzoek naar de financiering van het
Nederlandse bedrijfsleven

Ro Braaksma
Wim Verhoeven

Zoetermeer, 18 maart 2011

Dit onderzoek is gefinancierd door ministerie van EL&I.

De verantwoordelijkheid voor de inhoud berust bij EIM. Het gebruik van cijfers en/of teksten als toelichting of ondersteuning in artikelen, scripties en boeken is toegestaan mits de bron duidelijk wordt vermeld. Vermenigvuldigen en/of openbaarmaking in welke vorm ook, alsmede opslag in een retrieval system, is uitsluitend toegestaan na schriftelijke toestemming van EIM. EIM aanvaardt geen aansprakelijkheid voor drukfouten en/of andere onvolkomenheden.

The responsibility for the contents of this report lies with EIM. Quoting numbers or text in papers, essays and books is permitted only when the source is clearly mentioned. No part of this publication may be copied and/or published in any form or by any means, or stored in a retrieval system, without the prior written permission of EIM. EIM does not accept responsibility for printing errors and/or other imperfections.

Inhoudsopgave

1	Verantwoording	5
1.1	Steekproef en streefaantallen	5
1.2	Onderzoekverantwoording	5
1.3	Weegprocedure voor representativiteit	7
2	Financiering gezocht	9
2.1	Benutten beschikbare kredietruimte	9
2.2	Doel gezochte financiering	10
2.3	Waarom géén financiering gezocht?	11
2.4	Bron van vreemd vermogen	12
2.5	Verkrijgen vreemd vermogen en reden afwijzing	12
2.6	Gebruik garantieregelingen	15
3	Eigen vermogen	16
3.1	Waarom gekozen voor financiering met eigen vermogen?	16
3.2	Waarom geen <u>eigen</u> vermogen gezocht?	17
3.3	Bron van eigen vermogen	17
3.4	Financiering kunnen krijgen, en reden indien geen succes	18
3.5	Ontwikkeling eigen vermogen	19
4	Afhandeling en voorwaarden	21
4.1	Afhandeling	21
4.2	Rente	21
4.3	Onderpand	22
4.4	Financieringsvoorwaarden banken	23
4.5	Aanpassing van eigen kredietvoorwaarden	25
5	Verwachte financieringsbehoefte	27
5.1	Financieringsbehoefte	27
5.2	Doel van te zoeken financiering	28
5.3	Bron van te zoeken financiering	28
5.4	Slaagkans bij verkrijgen van financiering	29
5.5	Relatie slaagkans met gezochte bedrag	29
6	Solvabiliteit	31
6.1	Klein en groot	31
6.2	Invloed op financiering	31
7	Financieringsbehoefte bedrijfsleven Nederland	33
7.1	Totaalbedragen	33
7.2	Verkregen financieringsbedrag naar omvang bedrijf	35
8	Korte samenvatting en conclusies	37
Bijlage		
I	Vragenlijst	38

1 Verantwoording

1.1 Steekproef en streefaantallen

Er zijn 7.000 adressen getrokken uit het REACH-bestand, gestratificeerd naar grootteklasse en sector. De nagestreefde aantallen interviews *per grootteklasse* (2-50 wp, 50-250 wp en 250 wp en meer) waren:

Sector	SBI 2008	N
<i>Agrarische sector N=50</i>		
w.v. groente- en bloemkwekers	11301+11901+16402	25
w.v. varkens- en pluimveehouders	146+147	25
<i>Industrie N=75</i>		
w.v. metalektr	24+25+26+27+28+29+ 30+33	25
w.v. voedings- en genotmiddelen	10+11+12	25
w.v. overig	13+14+15+16+17+18+ 19+20+21+22+23+31+32	25
<i>Bouw N=50</i>		
w.v. B&U en GWW	412+42	25
w.v. overig	411+43	25
<i>Handel en autobranche N=75</i>		
w.v. autobranche	45	25
w.v. groothandel	46	25
w.v. detailhandel	47	25
<i>Horeca N=50</i>		
w.v. logiesverstrekking	55	25
w.v. eet- en drinkgelegenheden	56	25
<i>Vervoer N=50</i>		
w.v. feitelijk transport	49+50+51	25
w.v. vervoersdiensten	52+53	25
<i>Zakelijke diensten N=100</i>		
w.v. technische diensten	71+72	25
w.v. econ. en jur. diensten, reclame	69+702+73	25
w.v. informatie en communicatie	58+59+60+61+62+63	25
w.v. overige diensten	74+77+78+79+80+81+82	25
<i>Overige diensten N=50</i>	37+38+39+855+95+96	50
<i>Totaal</i>		500

1.2 Onderzoekverantwoording

Er zijn 3.534 adressen gebruikt voor het uiteindelijke resultaat van 1.460 geslaagde telefonische interviews, random getrokken uit het beschikbare adressenbestand (REACH). Het streven van 1.500 interviews is niet volledig gehaald doordat in enkele sectoren het aantal grote bedrijven niet toereikend was.

Van de 3.534 benaderde bedrijven waren 845 om uiteenlopende redenen niet te bereiken (24%). Nog eens 261 vielen buiten de gestelde criteria (7%), en 966 weigerden medewerking. Gerelateerd aan de som van deelnemers + weigeringen is dit 40%.

De verdeling naar sector, grootteklasse en 'leeftijd' van bedrijven die medewerking hebben verleend en bedrijven die hebben geweigerd verschilt betrekkelijk weinig. Metalektro en autobranche hebben vaker meegewerkt. Bouw en agrarische sector hebben wat vaker medewerking geweigerd. Ook hebben kleine bedrijven (tot 50 werkzame personen) vaker meegewerkt dan met name middelgrote bedrijven (met 50 tot 250 werkzame personen), en starters weer beter dan andere (kleine) bedrijven.

De verschillen geven geen grond aan een eventueel vermoeden van 'selectieve respons' en zijn daarom ook geen reden om te twifelen aan de representativiteit van de respons. Dit uiteraard met de kanttekening dat andere bronnen van 'bias' niet bij voorbaat uitgesloten kunnen worden. Zie verder tabel 1.

De telefonische enquête onder ondernemers, en deels met financieel directeuren, CFO's en controllers, is gehouden in februari 2011. Zie Bijlage I voor de vragen die zijn gesteld.

Tabel 1 Kenmerken van respondenten en weigeraars

Kenmerk	respondenten	weigeraars
Kleinbedrijf	38%	31%
Middenbedrijf	34%	39%
Grootbedrijf	28%	30%
Agrarische sector	3%	4%
Metalektro	7%	5%
Voedingsmiddelenindustrie	5%	6%
Overige industrie	6%	6%
Bouw	11%	13%
Autobranche	5%	4%
Groothandel	6%	6%
Detailhandel	5%	5%
Horeca	10%	10%
Transport en communicatie	10%	10%
Zakelijke diensten	24%	23%
Overige diensten	8%	8%
Starters: < 5 jaar gevestigd	8%	6%
Langer gevestigde bedrijven ¹	29%	25%

Bron: EIM, 2011

1.3 Weegprocedure voor representativiteit

De omzet is gevraagd in grootteklassen. Voor berekening van het omzettotaal is de ondergrens + 0,4 maal de afstand tot de bovengrens genomen. Dus een omzet in de klasse van €500.000 tot €1 miljoen is $€500.000 + (0,4 \times (\text{€1 miljoen} - \text{€500.000})) = \text{€700.000}$. Voor klassen 'minder dan bedrag Q' is $0,5 \times Q$ genomen. Voor de klasse 'Q en meer' is $1,25 \times Q$ genomen.

De enquête-uitkomsten zijn deels herwogen op basis van het aantal bedrijven per sector en grootteklasse. Aangezien deze weegfactoren met name grote bedrijven (250 werkzame personen en meer) als het ware 'wegdrukken' bij antwoorden op veel vragen worden veel van de gepresenteerde cijfers gerapporteerd op basis van de werkelijke aantallen in de enquête. Als weging is toegepast wordt dit vermeld.

Verder is bij bedrijven met 100 en meer werknemers die geen antwoord hebben gegeven op de vraag naar hun financieringsbehoefte in de komende 12 maanden aangenomen dat hun financieringsbehoefte gelijk is aan die in de afgelopen 12 maanden. Veel grote bedrijven hebben deze vraag niet beantwoord, waaronder

¹ De percentages van starters en langer gevestigde bedrijven tellen niet op tot 100%: dit onderscheid is alleen gemaakt bij kleine bedrijven, het 'ontbrekende' percentage is dat van middelgrote en grote bedrijven.

met name bedrijven die deel uitmaken van een beursgenoteerde onderneming ('koersgevoelige informatie') en veel dochters van een moederbedrijf.

Ook zijn enkele kennelijke invoerfouten gecorrigeerd, evenals 'onwaarschijnlijk hoge' financieringsbedragen: hierbij is per sector en grootteklasse de ratio berekend van het gezochte bedrag en het aantal werknemers, vervolgens de mediaan bepaald, en het financieringsbedrag gemaximeerd op 5 maal die mediaan.

2 Financiering gezocht

Dit hoofdstuk behandelt het financieringsgedrag van bedrijven met het accent op vreemd vermogen: waarvoor zocht men financiering en bij wie, heeft men het gezochte bedrag gekregen, en zo nee, waarom niet, en heeft men gebruik gemaakt van garantieregelingen?

2.1 Benutten beschikbare kredietruimte

Grootbedrijf gebruikt bestaande kredietruimte meer

Zoals Tabel 2 laat zien hebben grote bedrijven meer gebruik gemaakt van de voor hen beschikbare kredietruimte dan kleine en middelgrote bedrijven. Niet kunnen beschikken over dergelijk krediet komt alleen voor in het MKB, en dan nog op betrekkelijk bescheiden schaal. Jonge bedrijven maken (wat) minder gebruik van deze mogelijkheid dan langer gevestigde, maar hier heeft ook bijna een kwart (nog) geen krediet.

Tabel 2 Méér benutten van bestaande kredietruimte

'Gewogen' percentages	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 1.450
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Méér benut	24%	22%	33%	24%
Niet méér benut	63%	67%	67%	63%
Heeft geen krediet	13%	11%	0%	13%

Bron: EIM, 2011

Aanvullende financiering: 22%

Uit tabel 2 is af te leiden dat 22% van de Nederlandse bedrijven in het afgelopen jaar aanvullende financiering heeft proberen te krijgen. Bij het grootbedrijf (vanaf 250 werkzame personen) is dat één op de drie. Ook jonge (en dus juist kleinere) bedrijven hebben relatief vaak geprobeerd geld te lenen.

Meestal zoekt men vreemd vermogen. In het kleinbedrijf is vaker dan in het middenbedrijf gezocht naar eigen vermogen, maar dit betreft overwegend privévermogen van ondernemers, en een beroep op kapitaalkrachtige familie en / of vrienden.

Industrie zoekt vaker eigen vermogen

Opvallend is een sectorverschil: de industrie zoekt duidelijk vaker eigen vermogen, of eigen en vreemd vermogen, terwijl alle andere sectoren vooral vreemd vermogen zoeken. De bouw is wat dat betreft koploper.

Tabel 3 Financiering gezocht buiten de bestaande kredietruimte, en aard daarvan

'Gewogen' percentages	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 1.455
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Antwoord				
Ja, financiering gezocht	22%	22%	33%	22%
w.v. EV ²	7%	0%	7%	7%
w.v. VV (leningen)	67%	75%	64%	67%
w.v. beide	26%	25%	29%	26%

Bron: EIM, 2011

2.2 Doel gezochte financiering

Tabel 4 Voor welk doel financiering gezocht? (Meerdere antwoorden mogelijk)

'Gewogen' percentages	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 328
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Doel				
Start bedrijf	4%	0%	0%	4%
Overname	3%	20%	11%	3%
Herfinanciering	15%	20%	6%	15%
Herstructurering balans	3%	0%	3%	3%
Huisvesting	15%	20%	17%	15%
Werkkapitaal	47%	40%	35%	47%
Innovatie	2%	0%	0%	2%
Internationalisering	0%	0%	0%	0%
Bedrijfsmiddelen	9%	20%	17%	9%
Investerings	22%	25%	25%	22%
Anders	11%	0%	3%	11%

Bron: EIM, 2011

Werkkapitaal op de eerste plaats

Werkkapitaal is het voornaamste doel van de gezochte financiering, op afstand gevolgd door huisvesting, investeringen, en ook herfinanciering van bestaande leningen. Dat laatste wordt bij grote bedrijven minder vaak genoemd dan bij kleine en middelgrote. Middelgrote en grote bedrijven bestemmen de financiering die zij zoeken weer vaker dan kleine voor overnames en aanschaf van bedrijfsmiddelen. Dit is deels een 'sectoreffect': in het kleinbedrijf zijn handels-, horeca- en dienstverleningsbedrijven sterk vertegenwoordigd, in het grootbedrijf is dat de industrie. Zie verder Tabel 4.

De categorie 'anders' op de vraag naar het doel waarvoor men financiering heeft gezocht (Tabel 4, onderaan) is deels 'defensief': overleven, salarissen en crediteuren betalen, geëiste bankratio's kunnen halen, liquiditeit op peil houden. En-

² Eigen vermogen, inclusief achtergestelde leningen. De drie laatste percentages tellen op tot 100%, dat wil zeggen, van degenen die het afgelopen jaar geprobeerd hebben financiering te krijgen: het percentage van de eerste rij.

kele malen is geld nodig voor uitkoop van aandeelhouders of een management buy-out. En verder worden reorganisatie en aankoop van grondposities (bouw, projectontwikkeling) nog genoemd.

Jonge bedrijven: huisvesting en investeringen

Gevestigde ondernemingen hebben financiering vaker nodig voor werkkapitaal en aanschaf bedrijfsmiddelen, maar ook voor herfinanciering³. Jonge bedrijven (minder dan 5 jaar gevestigd) hebben vaker financiering nodig voor huisvesting en voor investeringen.

2.3 Waarom géén financiering gezocht?

Tabel 5 Waarom geen financiering gezocht? (Meerdere antwoorden mogelijk)

Reden	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 1.127
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Niet nodig	83%	67%	79%	83%
Te duur	2%	0%	1%	0%
Verwacht het niet aan te kunnen trekken	5%	0%	2%	5%
Bestaande kredietruimte is voldoende	9%	14%	9%	9%
Moederbedrijf beslist	0%	29%	12%	1%
Andere reden	4%	0%	3%	4%

'Andere' redenen om geen financiering te zoeken zijn uiteenlopend: enerzijds slechte resultaten, risico's en onzekerheid, anderzijds bijvoorbeeld familiebedrijf waar financiering intern gezocht wordt. Bij enkele bedrijven is men expliciet niet bereid om zeggenschap in te leveren. Eén bedrijf heeft gesaneerd, waardoor minder geld nodig is. En er zijn ook enkele bedrijven die aangeven op korte termijn op zoek te gaan naar financiering. Geen van deze 'andere redenen' wordt overigens vaker genoemd dan enkele malen.

Bron: EIM, 2011

Geen financiering: niet nodig en beschikbaar krediet voldoende

"Niet nodig" en "bestaande kredietruimte is voldoende" zijn verreweg de belangrijkste redenen om geen financiering te zoeken. Daarnaast beslist het moederbedrijf in een aantal gevallen. Eén op de twintig verwachtte geen financiering te kunnen krijgen, en geeft daarmee te kennen het eigenlijk wél nodig te hebben (gehad). Dit komt duidelijk het meest voor in het kleinbedrijf. Zie verder Tabel 5.

³ Herfinanciering van bestaande leningen en aanschaf bedrijfsmiddelen worden nauwelijks genoemd bij jonge bedrijven. Van de jonge bedrijven noemt 26% huisvesting, tegen 12% van de langer gevestigde. Bij investeringen is het 35% (jong) tegen 17% (langer gevestigd), en bij werkkapitaal 32% (jong) tegen 52% (langer gevestigd).

2.4 Bron van vreemd vermogen

Huisbank favoriet, vooral bij kleine bedrijven

Uit Tabel 6 is af te lezen dat bedrijven hun leningen voor het grootste deel afsluiten bij hun eigen huisbank, maar dat met name middelgrote bedrijven daarnaast ook zaken doen met andere banken. Kleine bedrijven beperken zich overwegend tot hun huisbankier, en doen daarnaast vaker dan middelgrote en grote bedrijven een beroep op familie en vrienden, en op leveranciers(krediet).

Tabel 6 Bron van vreemd vermogen

<i>(meer antwoorden mogelijk)</i>	<i>Grootteklasse</i>		<i>Aantal bedrijven: 200</i>	
<i>Bron</i>	<i>KB</i>	<i>MB</i>	<i>GB</i>	<i>alle bedrijven</i>
huisbank	73%	67%	78%	72%
andere dan huisbank	3%	40%	16%	20%
familie en vrienden	7%	1%	0%	3%
leveranciers	7%	0%	0%	3%
anders	10%	10%	9%	10%

Bron: EIM, 2011

2.5 Verkrijgen vreemd vermogen en reden afwijzing

Kleine bedrijven krijgen de gevraagde lening veel minder vaak

Kleine bedrijven slagen er aanzienlijk minder vaak in financiering te krijgen dan middelgrote en grote bedrijven: ruim 40% van de aanvragen wordt afgewezen, tegen 30% bij middelgrote, en 14% bij grote bedrijven. In een volgend hoofdstuk zal blijken dat de solvabiliteit van de aanvrager nauwelijks een rol speelt bij beslissingen van de financier om het gevraagde bedrag niet of slechts gedeeltelijk te geven⁴.

Industrie vaker toegekend, bouw en horeca vaker geweigerd

Verschillen tussen sectoren zijn er ook: bouw en horeca krijgen wat vaker nul op het rekest. In de bouw ligt het aandeel gedeeltelijk gehonoreerde financieringsaanvragen opvallend hoog. In de industrie krijgt men het gevraagde bedrag het vaakst wèl volledig. Zie Tabel 7.

⁴ Zie hoofdstuk 6, Tabel 28.

Tabel 7 Heeft men de gezochte financiering aan kunnen trekken?

	<i>Gekregen of niet</i>			<i>Aantal bedrijven: 313</i>
	<i>Ja</i>	<i>Deels</i>	<i>Nee</i>	<i>totaal</i>
KB	57%	23%	21%	100%
MB	70%	17%	13%	100%
GB	86%	13%	1%	100%
industrie	76%	10%	15%	100%
bouw	60%	34%	6%	100%
handel	65%	21%	14%	100%
horeca	63%	20%	17%	100%
transport	67%	22%	11%	100%
diensten	69%	15%	16%	100%
totaal	100%	100%	100%	100%

Bron: EIM, 2011

Minder afwijzingen, meer gedeeltelijk gehonoreerde kredietaanvragen
 Vergelijking met de uitkomsten van eerdere metingen (financieringsmonitoren 2009 en 2010) suggereert een betere verkrijgbaarheid van de gevraagde financiering. Daarbij is uitsluitend gekeken naar het MKB: dat werd in het verleden afzonderlijk gemonitord. De vergelijking wijst uit dat gevraagde leningen even vaak volledig worden toegewezen als bij de laatste meting van eind 2010, maar dat er minder vaak een afwijzing komt. Derhalve worden meer kredietaanvragen *gedeeltelijk* gehonoreerd. Zie verder Tabel 8.

Tabel 8 Ontwikkeling verkrijgen van het gewenste financieringsbedrag 2009-2011

<i>honorering financieringsaanvraag⁵</i>	<i>dec. 2009</i>	<i>dec. 2010</i>	<i>feb. 2011</i>
gekregen voor het gewenste bedrag	49%	60%	60%
gekregen, maar minder dan het gewenste bedrag	17%	5%	21%
niet gekregen	34%	35%	19%
Totaal	100%	100%	100%

Bron: EIM, 2009 en 2010

Lening geweigerd: vooral vanwege 'risico'

Meer dan de helft van de bedrijven die de gezochte lening niet of maar ten dele hebben gekregen noemt de risico-inschatting van de bank als reden daarvoor. Gebrek aan interesse bij mogelijke financiers is een tweede reden. Mogelijke redenen waar expliciet naar gevraagd is en die in het geheel niet genoemd worden zijn: onvoldoende onderpand, te hoge schuld, en een te strak aflossingsschema. Te hoge rentekosten wordt nog wél genoemd.

⁵ Bedrijven waarbij de financieringsaanvraag nog loopt zijn hierbij buiten beschouwing gelaten.

Tabel 9 Reden waarom gezocht vreemd vermogen niet of niet volledig is verkregen

Reden	Aantal bedrijven: 73
Te lage solvabiliteit	2%
Risico kredietverstrekker	55%
Onvoldoende interesse bij financier(s)	11%
Andere reden	55%

Bron: EIM, 2011

Verder worden er veel 'andere' redenen genoemd: zie Tabel 9. Ruim de helft betreft de opstelling van banken waar is gevraagd om krediet: eisen waaraan niet voldaan kon worden, in de 'verkeerde' bedrijfstak zitten (in dit verband worden onder meer horeca, autobranche en drukkerijen genoemd), en soms ook gewoon niet door de bank meegedeeld waarom men niet in aanmerking kwam.

Enkele citaten:

"De bank durft het niet aan: moeilijke sector. We hebben alleen een oriënterend gesprek met de bank gehad"

"Wij zijn een startend innovatief hightech bedrijf, en hebben voor investeringen veel geld nodig. Bij de bank begrepen ze niet goed waar wij mee bezig zijn, en daarom kregen we geen financiering"

"We hadden het wel kunnen krijgen, maar we hadden het niet zó nodig dat we wilden voldoen aan de strikte voorwaarden van de bank"

"De eisen van de bank zijn aangescherpt"

"Ik wilde gebruik maken van de BBMKB. De bank wilde daar niet aan meewerken en heeft onze aanvraag daarom afgewezen"

"De economische situatie maakt banken te kritisch en te terughoudend in hun opstelling"

"De resultaten over 2010 waren te slecht"

"We hebben nooit een duidelijk antwoord gekregen waarom onze aanvraag is geweigerd. Ik weet alleen dat onze contactpersoon ineens ontslagen was"

"We zijn lopende de procedure gestopt omdat de bank te veel eisen stelde. Twee jaar terug kreeg je het zó, maar nu is het lastig"

"De horeca krijgt maar heel moeizaam krediet, zelfs met een zeer ruime cashflow"

"We hebben aangevraagd bij een andere dan onze huisbank, maar daar wilden ze alleen krediet verlenen als we alles bij hen onderbrachten"

"De opstelling van de bank was onwelwillend en stroef"

Vooraf starters afgewezen wegens risico

Wat betreft de reden van (gedeeltelijke) afwijzing valt op dat vrijwel alle jonge bedrijven die niet of minder hebben gekregen dan gevraagd de risico-inschatting van de banken als reden noemen: zie Tabel 9.

Paragraaf 3.5 behandelt de kans op succes van een financieringsaanvraag bij een afgenomen eigen vermogen, en bij een afname als gevolg van een negatief resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening in het bijzonder. Het succes van pogingen om financiering te krijgen wordt er in sterke mate door beïnvloed, zo blijkt. Zie pagina 19.

2.6 Gebruik garantieregelingen

Tabel 10 Garantieregelingen, bekendheid en gebruik

<i>Categorie</i>	<i>Aantal bedrijven: 204</i>	
Bekend met overheidsgarantieregelingen	48%	(van <i>alle</i> bedrijven)
Gebruik garantieregelingen	16%	(aanvr. v. financiering)
BBMKB (aantal gebruikers)		8
Groeifaciliteit (aantal gebruikers)		1
Garantie Ondernemingsfinanciering (aantal gebruikers)		7
Anders		13

Bron: EIM, 2011

Overheidsgarantieregelingen minder bekend bij kleine bedrijven

Bij de helft van alle bedrijven is men op de hoogte van het bestaan van overheidsgarantieregelingen voor ondernemingsfinanciering. Gezien het doel van deze regelingen valt op dat kleine bedrijven er slechter mee op de hoogte zijn dan middelgrote en grote: daar weet ruim tweederde van hun bestaan, tegen 47% bij kleine bedrijven. Alleen van BBMKB en Garantie Ondernemingsfinanciering wordt door een aantal bedrijven gebruik gemaakt. Zie Tabel 10.

Andere (garantie)regelingen waarvan gebruik is gemaakt zijn diverse niet nader gespecificeerde borgstellingregelingen en staatsgarantie, landbouwgarantiefonds, en een woningbouwsubsidie.

3 Eigen vermogen

Dit hoofdstuk behandelt zoeken van eigen vermogen en redenen om daar juist van af te zien, en verder, of men het heeft gekregen en bij wie, en eventuele redenen waarom men het gewenste bedrag niet heeft kunnen aantrekken.

3.1 Waarom gekozen voor financiering met eigen vermogen?

Tabel 11 Waarom gekozen voor financiering met eigen vermogen?

Motief	Aantal bedrijven: 29
Solvabiliteit verbeteren	0%
Vreemd vermogen te duur	65%
Aantrekken eigen vermogen makkelijker	17%
Andere reden	18%
totaal	100%

Bron: EIM, 2011

Keus voor eigen vermogen: vreemd vermogen is te duur

De meest genoemde reden om te kiezen voor eigen vermogen is de prijs van vreemd vermogen. De tweede reden is dat aan eigen vermogen makkelijker te komen is. Verbetering van de solvabiliteit is geen motief. Vermoedelijk speelt hier mee dat de keuze van kleinere bedrijven hier zwaar meeweegt, en die financieren vaak met eigen geld, en met geld van familie, kennissen en vrienden. Zie verder Tabel 11.

De meest genoemde 'andere reden' is: eisen en voorwaarden van de bank waar men heeft geprobeerd *vreemd* vermogen aan te trekken. Eén op de drie noemt de opstelling van banken, met de kanttekening dat het in totaal gaat om niet meer dan 29 bedrijven die hebben geprobeerd aan eigen vermogen te komen. Andere motieven die worden genoemd zijn: voor een overname, en omdat het niet anders kon.

Enkele citaten:

"Dat was een eis van de bank"
"De bank wilde niet meer"
"De bank heeft afgehaakt door de kredietcrisis"
"De opstelling van banken: startende bedrijven ondervinden meer weerstand"
"De bank wilde het niet geven"
"Starre opstelling van de bank; het is een heel stuk moeilijker dan vroeger"

3.2 Waarom geen eigen vermogen gezocht?

Deze vraag is gesteld aan diegenen die uitsluitend *vreemd* vermogen hebben proberen aan te trekken (201 bedrijven).

Tabel 12 Waarom geen eigen vermogen gezocht? (vraag gesteld aan wie financiering heeft gezocht, maar niet naar eigen vermogen) (Meerdere antwoorden mogelijk)

'Gewogen' percentages	Grootteklasse		Aantal bedrijven: 201	
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Niet nodig	28%	33%	25%	28%
Vreemd vermogen is goedkoper	5%	0%	5%	5%
Moederbedrijf beslist	0%	0%	5%	0%
Verwacht het niet aan te kunnen trekken	23%	0%	16%	22%
Te duur	14%	0%	4%	14%
Te veel werk	1%	0%	0%	1%
Wil geen zeggenschap inleveren	11%	0%	16%	11%
Andere reden	22%	33%	21%	22%

Bron: EIM, 2011

Verwachting niet verkrijgen is reden om geen eigen vermogen te zoeken

"Niet nodig" en de verwachting het niet aan te kunnen trekken (vooral bij kleine bedrijven) waren de voornaamste redenen om geen eigen vermogen te zoeken, gevolgd door de prijs. Ook zegt één op de tien geen zeggenschap te willen inleveren. Zie Tabel 12.

Zij die een andere reden hebben genoemd (22%) verwijzen in een flink aantal gevallen naar het karakter van het familiebedrijf, al dan niet met toelichtingen als 'niet nodig' en 'wij zoeken het wel binnen het bedrijf'. Eveneens een aantal zegt slechts een tijdelijke financieringsbehoefte of een behoefte voor de korte termijn te hebben, dan wel lenen bij de bank gemakkelijker te vinden, en wil daarom geen eigen vermogen aantrekken. En tot slot komt ook 'niet aan gedacht' en gebrek aan bekendheid voor.

3.3 Bron van eigen vermogen

Kleinbedrijf vooral privévermogen, grotere bedrijven aandeelhouders
 Privévermogen van ondernemer(s) is de belangrijkste bron van eigen vermogen voor kleine bedrijven. Bij middelgrote en grote bedrijven komt het merendeels van aandeelhouders, meestal de bestaande aandeelhouders. Familie en vrienden dragen uitsluitend bij aan de financiering met eigen vermogen van kleine bedrijven. Andere bedrijven zijn een niet te verwaarlozen bron voor kleine en middelgrote bedrijven. Grote bedrijven kunnen hiervoor vaker terecht bij banken. Zie Tabel 13.

Starters vaker naar familie en vrienden

Jonge bedrijven onderscheiden zich in deze maar beperkt van langer gevestigde, maar doen voor financiering wèl vaker een beroep op familie en vrienden: 25% (tegen 16% bij langer gevestigde bedrijven).

Voor zover aandeelhouders worden genoemd gaat het in 60% van de gevallen om aandelen of opties op aandelen, in 30% van de gevallen om converteerbare obligaties of achtergestelde leningen, en in de resterende 10% van de gevallen om beide.

Tabel 13 Bron van eigen vermogen (Meerdere antwoorden mogelijk)

	<i>Grootteklasse</i>		<i>Aantal bedrijven: 88</i>	
	<i>KB</i>	<i>MB</i>	<i>GB</i>	<i>alle bedrijven</i>
Privévermogen	36%	17%	9%	24%
Bestaande aandeelhouders	17%	50%	46%	33%
Nieuwe aandeelhouders	10%	17%	18%	14%
Andere bedrijven	17%	13%	5%	13%
Familie / vrienden	26%	0%	0%	13%
Pm, ROM	2%	4%	5%	3%
Informal investors	0%	8%	5%	3%
Banken	14%	0%	18%	11%

Bron: EIM, 2011

3.4 Financiering kunnen krijgen, en reden indien geen succes

Grote bedrijven krijgen vaker het volle bedrag

Ongeveer de helft van de bedrijven die hebben geprobeerd eigen vermogen aan te trekken is daar in geslaagd. Eén op de zes is niet geslaagd, en drie op de tien slechts voor een deel. Grote bedrijven hebben het gewenste bedrag vaker volledig kunnen krijgen, kleine bedrijven zijn veel vaker slechts voor een deel geslaagd: zie Tabel 14.

Tabel 14 Geslaagd of niet bij aantrekken van het gezochte eigen vermogen

'Gewogen' percentages	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 116)
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Gekregen voor het gewenste bedrag	46%	80%	64%	47%
Gekregen, maar minder dan het gewenste bedrag	29%	3%	10%	28%
Niet gekregen	16%	7%	13%	16%
Aanvraag loopt nog	9%	10%	13%	9%
Totaal	100%	100%	100%	100%

Bron: EIM, 2011

Ook jonge bedrijven hebben wat vaker het volledige gewenste bedrag kunnen krijgen (bijna 60%, tegen 49% voor langer gevestigde bedrijven). Een gelijk aandeel heeft niets gekregen, maar bij langer gevestigde bedrijven is het aandeel *gedeeltelijk* geslaagd hoger. Dit kan verband houden met het gezochte bedrag (jonge bedrijven zijn doorgaans kleiner, en zoeken ook kleinere financieringsbedragen).

Risico weer de belangrijkste reden van afwijzing

Risico voor de financier is de meest genoemde reden dat men het gezochte eigen vermogen niet of slechts deels heeft kunnen krijgen, gevolgd door onvoldoende interesse bij financiers en te hoge prijs: zie Tabel 15.

Tabel 15 Reden waarom gezocht eigen vermogen niet of niet volledig is verkregen

Reden	Aantal bedrijven: 29
Te duur	21%
Te risicovol voor financier	35%
Te tijdrovend	3%
Onvoldoende interesse bij financiers	21%
Geen toestemming commissarissen of aandeelhouders	3%
Anders	28%

Bron: EIM, 2011

De categorie 'anders' in de tabel betreft informeel geleend kapitaal, van een kennis: 'goedkoper dan een banklening'. Een ander zegt zelf te hebben gekozen voor 'risicospreiding'. Een lagere aandelenkoers heeft in één geval geleid tot niet kunnen plaatsen van alle aandelen. Ook is een subsidieaanvraag afgewezen.

3.5 Ontwikkeling eigen vermogen

Eigen vermogen afgenomen bij één op de drie

Bij één op de drie bedrijven is het eigen vermogen in de afgelopen 12 maanden afgenomen. Bij middelgrote bedrijven is dit minder dan één op de vijf. Verreweg

de belangrijkste oorzaak is een negatief resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening. Bij kleine bedrijven is dat echter in aanzienlijk sterkere mate het geval dan bij middelgrote. Die noemen, voor zover hun eigen vermogen is afgenomen, wel vaker een dividenduitkering, meer vreemd vermogen en bijzondere kosten als oorzaak. Zie Tabel 16.

Tabel 16 Ontwikkeling eigen vermogen

Ontwikkeling	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 1.389 / 384 *
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Abs. bedrag EV afgenomen	34%	17%	33%	34%
EV als % balans afgenomen	32%	18%	32%	33%
<i>*Oorzaak afname:</i>				
Negatief resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening	79%	52%	70%	70%
Dividenduitkering	2%	15%	9%	7%
Afschrijvingen op materiële activa	9%	3%	7%	7%
Balansverschuiving EV - VV	6%	13%	4%	7%
Bijzondere lasten / kosten	2%	12%	6%	6%
Andere reden	6%	4%	7%	6%

Bron: EIM, 2011

* De vraag naar de oorzaak van afname van eigen vermogen is uitsluitend gesteld aan de 384 bedrijven die aangaven dat hun eigen vermogen is gedaald.

'Andere redenen' zijn: fusie, overname, afschrijving op goodwill, uitkoop aandeelhouder, krimp of waardedaling van de aandelenportefeuille, afwaardering van onroerend goed, garantstelling en kosten bedrijfsstart. Zie verder Tabel 16.

Daling eigen vermogen = minder kans op financiering

Een gedaald eigen vermogen beïnvloedt de kans op succes van een financieringsaanvraag in aanzienlijke mate. Bedrijven die het afgelopen jaar vreemd vermogen hebben gezocht zijn daar in 59% van de gevallen in geslaagd als hun eigen vermogen is afgenomen⁶. Bij de overige bedrijven is dit 77%.

Van de bedrijven die het komend jaar financiering willen zoeken verwacht 49% het volledige bedrag aan te kunnen trekken als hun eigen vermogen is afgenomen, van de overige bedrijven is dit 70%.

Wanneer het eigen vermogen is afgenomen als gevolg van een negatief resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening wordt het verschil nog wat groter. Bij een negatief resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening ziet slechts 51% zijn aanvraag van vreemd vermogen gehonoreerd (volledige bedrag toegewezen). Bij de overige bedrijven is dit 83%⁷.

⁶ Eigen vermogen als percentage van de balans.

⁷ Gebaseerd op 100 observaties, waarvan 65 met een negatief resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening.

4 Afhandeling en voorwaarden

Dit hoofdstuk behandelt de voorwaarden van banken voor kredietverlening aan bedrijven, en wijzigingen daarvan, en daarnaast eventuele aanpassing van het eigen debiteurenbeleid.

4.1 Afhandeling

Middenbedrijf wacht het langst

Afhandeling van de financieringsaanvraag vanaf correcte indiening van alle gevraagde documenten kost in ruwweg twee op de vijf gevallen minder dan een maand. In één op de vijf gevallen duurt het één tot twee maanden, en in de overige twee op de vijf langer dan twee maanden: zie Tabel 17. Middelgrote bedrijven moeten het langst wachten. Het enige verschil tussen klein- en grootbedrijf is een bij kleine bedrijven wat groter aandeel met een zeer korte doorlooptijd. Maar een doorloop van twee maanden of langer komt bij beide even vaak voor, terwijl het bij kleine bedrijven doorgaans gaat om kleine bedragen. Zie Tabel 17.

Acceptabele termijn afhankelijk van bedrijfsgrootte

De termijn die men beschouwt als acceptabel is gemiddeld zes weken, maar dit verschilt naar bedrijfsomvang: kleine bedrijven noemen gemiddeld 4,5 week, middelgrote bedrijven die dus ook feitelijk langer moeten wachten hebben het over 7 weken, en grote bedrijven over zes. De relatie tussen bedrijfsgrootte en doorlooptijd heeft mede te maken met de grootte van de gezochte bedragen.

Tabel 17 Duur van afhandeling van de financieringsaanvraag

<i>Doorlooptijd afhandeling</i>	<i>Grootteklasse</i>			<i>Aantal bedrijven: 265</i>
	<i>KB</i>	<i>MB</i>	<i>GB</i>	<i>alle bedrijven</i>
minder dan 2 weken	29%	11%	22%	21%
2 weken - 1 maand	16%	14%	22%	17%
1-2 maanden	19%	18%	22%	20%
2-4 maanden	23%	27%	19%	23%
langer dan 4 maanden	13%	30%	15%	19%
Totaal	100%	100%	100%	100%

Bron: EIM, 2011

4.2 Rente

Kleinere en jonge bedrijven betalen hogere rentes

Er is wat twijfel aan de in Tabel 18 weergegeven rentepercentages: een aantal respondenten lijkt deze vraag niet goed te hebben beantwoord, gegeven rentepercentages die zij noemen van (ver) boven de 10%. Die zijn hier gemaximeerd op 10%. Met die kanttekening kan worden geconstateerd dat kleine bedrijven met aanzienlijk hogere vaste rentepercentages te maken krijgen dan middelgrote en grote, maar ook dat middelgrote bedrijven de laagste percentages krijgen. Ook is de aan jonge bedrijven berekende rente hoger dan die voor langer geves-

tigde bedrijven⁸. Het variabele rentepercentage verschilt nauwelijks naar bedrijfs grootte.

Tabel 18 Betaalde rente

'Gewogen' percentages	Grootteklasse		Aantal bedrijven: 135	
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Vaste rente	6,4	3,0	4,0	4,5
Variabele rente	3,3	3,3	4,1	3,5

Bron: EIM, 2011

4.3 Onderpand

Onderpand: in het MKB vaak privébezittingen

Bij bedrijven die vreemd vermogen hebben aangetrokken is gevraagd of zij daar onderpand voor hebben moeten bieden. Dat is bij ruim 40% het geval. Het bedrijfspan of de bedrijfspanen zijn belangrijk onderpand, maar privébezittingen van ondernemers / DGA's zijn dat ook: behalve de privéwoning ook privéborg met eigendom en vermogen (een aanzienlijk deel van 'ander onderpand'). Zoals te verwachten worden privébezittingen van ondernemers / DGA's vooral bij kleine bedrijven als onderpand gevraagd. Zie verder Tabel 19.

Bij 'ander' onderpand wordt ook nog genoemd: grondkavel, hypotheek, pandrecht op te vervaardigen product of project, aandelen en levende have (varkens).

⁸ Hierbij de kanttekening dat jonge bedrijven meestal ook *kleine* bedrijven zijn.

Tabel 19 Gevraagd onderpand

Onderpand	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 200 / 85
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Onderpand gevraagd	50%	39%	44%	43%
Bedrijfspand(en)	20%	41%	26%	28%
Machines, inventaris, beleggingen	9%	15%	4%	9%
Privéwoning	26%	0%	9%	13%
Debiteuren en voorraden	9%	19%	26%	16%
Ander onderpand	37%	26%	35%	33%

Bron: EIM, 2011

4.4 Financieringsvoorwaarden banken

Wijziging kredietvoorwaarden: driekwart is aanscherping

Ook in 2010 melden drie op de tien bedrijven dat zij te maken hebben gekregen met een of meer wijzigingen van de kredietvoorwaarden van hun bank(en). Aanpassingen van de rente en van de overige kosten worden daarbij het vaakst genoemd, gevolgd door de omvang van de kredietlijn en de eisen aan onderpand.

Driekwart van de gerapporteerde wijzigingen is in het nadeel van de ontvanger van financiering: hogere rente en kosten, en strengere voorwaarden. Relatieve uitzonderingen zijn omvang en looptijd van kredieten, die bijna even vaak zijn vergroot, respectievelijk verlengd als verkleind en verkort.

Er zijn weinig verschillen naar grootteklasse. Wel hebben kleine bedrijven wat vaker te maken gekregen met verhoging van andere dan rentekosten, en met hogere eisen aan onderpand. Zie verder Tabel 20.

Banken scherpen hun kredietvoorwaarden voor het MKB (nog) meer aan dan die voor grote bedrijven

Ook afgaande op hun eigen opgaven aan De Nederlandse Bank van veranderingen van hun acceptatiecriteria voor leningen en kredietfaciliteiten hebben banken die criteria sinds 2003 duidelijk aangescherpt, in het bijzonder voor kleine en middelgrote bedrijven.

Op een schaal van -100 tot +100 (waarbij -100 staat voor *versoepeling* van de acceptatiecriteria volgens alle geraadpleegde bankvertegenwoordigers, en +100 voor een eveneens algemeen onderschreven *verscherping*) is de gemiddelde score van 33 kwartalen sinds januari 2003: +20 voor leningen aan grote ondernemingen, en +25 voor die aan kleine en middelgrote ondernemingen.

De gemiddelde scores in de periode sinds het intreden van de kredietcrisis (vanaf oktober 2008, 9 kwartalen) verschillen nog duidelijker: +34 gemiddeld voor leningen aan grote bedrijven, +44 voor leningen aan kleine en middelgrote bedrijven.

Bron: DNB, Bank Lending Survey (kwartaalenquête).

Tabel 20 Aanpassing van financieringsvoorwaarden

<i>Aard aanpassing</i>	<i>Grootteklasse</i>			<i>Aantal bedrijven: 1.236)</i>
	<i>KB</i>	<i>MB</i>	<i>GB</i>	<i>alle bedrij- ven</i>
Kredietvoorwaarden gewijzigd	27%	33%	30%	29%
<i>Wat is gewijzigd:</i>				
Vaste rente	22%	23%	24%	23%
w.v. verhoogd	15%	18%	18%	17%
w.v. verlaagd	7%	5%	6%	6%
Variabele rente	15%	22%	19%	19%
w.v. verhoogd	11%	17%	14%	14%
w.v. verlaagd	4%	5%	5%	5%
Andere kosten	27%	23%	23%	24%
w.v. verhoogd	25%	19%	21%	22%
w.v. verlaagd	2%	4%	2%	2%
Omvang krediet(lijn)	13%	13%	14%	13%
w.v. vergroot	7%	8%	8%	7%
w.v. verkleind	6%	5%	6%	6%
Looptijd krediet	5%	5%	4%	5%
w.v. verkort	3%	1%	1%	2%
w.v. verlengd	2%	4%	3%	3%
Eisen onderpand	10%	8%	8%	9%
w.v. aangescherpt	9%	6%	7%	7%
w.v. versoepeld	1%	2%	1%	1%
Solvabiliteitseisen	6%	7%	7%	7%
w.v. aangescherpt	6%	7%	7%	7%
w.v. versoepeld	0%	0%	0%	0%
Andere voorwaarden	7%	6%	6%	7%
w.v. aangescherpt	6%	5%	6%	6%
w.v. versoepeld	1%	1%	0%	1%

Bron: EIM, 2011

Wijziging voorwaarden voor starters

Hoewel in verband met de vrij geringe aantallen behoedzaamheid met het trekken van conclusies geboden is, kan de financiering van jonge bedrijven op basis van de beschikbare aanwijzingen worden aangemerkt als een punt van zorg: zij rapporteren weliswaar veel minder aanpassingen van hun kredietvoorwaarden (14%, tegen gemiddeld 29% in Tabel 20), maar bij de wél gewijzigde voorwaarden valt op dat bij hen relatief vaak is gekort op de omvang en de doorlooptijd van het krediet, en dat de eisen aan hun onderpand ook vaker zijn opgeschroefd.

4.5 Aanpassing van eigen kredietvoorwaarden

Eén op de vijf bedrijven heeft debiteurenbeleid aangescherpt

Bedrijven hebben te maken met aanpassing van de kredietvoorwaarden van hun financiers, maar hebben ook hun eigen debiteurenbeleid. Eén op de vijf bedrijven heeft dat beleid het afgelopen jaar aangepast. Meestal betreft dat aanscherping van betalingstermijnen en sneller manen van debiteuren. Het enige verschil tussen klein en groot is dat middelgrote en grote bedrijven vaker gestopt zijn met verlenen van leverancierskrediet. Zie Tabel 21.

Tabel 21 Aanpassing eigen debiteurenbeleid bedrijven (Meerdere antwoorden mogelijk)

Wijziging	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 1.461
	KB	MB	GB	alle bedrijven
betalingstermijn aangescherpt	9%	11%	10%	10%
betalingstermijn versoepeld	2%	3%	3%	2%
debiteuren sneller gemaand	10%	11%	9%	10%
geen leverancierskrediet meer	2%	5%	4%	4%
geen wijziging	82%	78%	79%	80%

Bron: EIM, 2011

5 Verwachte financieringsbehoefte

In dit hoofdstuk komt de financieringsbehoefte aan bod die men voor het komende jaar verwacht, met doel waarvoor de financiering bestemd is, en een inschatting van de kans van slagen.

5.1 Financieringsbehoefte

Ruim 20% verwacht financiering nodig te hebben

Ruim één op de vijf bedrijven verwacht de komende 12 maanden behoefte te hebben aan financiering. De meesten zoeken vreemd vermogen, één op de drie zoekt (daarnaast) eigen vermogen. De behoefte aan financiering is het grootst bij middelgrote bedrijven: zie Tabel 22. Maar koplopers zijn jonge bedrijven, waar bijna twee op elke vijf in het komende jaar behoefte zegt te hebben aan financiering. Het gaat daarbij voornamelijk om vreemd vermogen.

Tabel 22 Verwachte financieringsbehoefte in de komende 12 maanden

<i>'Gewogen' percentages</i>	<i>Grootteklasse</i>		<i>Aantal bedrijven: 1.394</i>	
<i>Verwacht behoefte aan:</i>	<i>KB</i>	<i>MB</i>	<i>GB</i>	<i>alle bedrijven</i>
Eigen vermogen	2%	6%	2%	2%
Vreemd vermogen	14%	17%	15%	14%
Eigen en vreemd vermogen	5%	6%	5%	5%
Geen financieringsbehoefte	79%	72%	79%	79%

Bron: EIM, 2011

Werkkapitaal, huisvesting en bedrijfsmiddelen zijn de bestemming

De belangrijkste doelen van de te zoeken financiering zijn dezelfde die ook naar voren kwamen bij de in het afgelopen jaar verworven of gezochte financiering: werkkapitaal, huisvesting en bedrijfsmiddelen. Verschillen naar bedrijfsgrootte: grotere bedrijven denken vaker aan financiering van bedrijfsmiddelen, en middelgrote vaker aan geld voor overnames. Bij andere doelen worden nog genoemd: versterking van weerstandsvermogen / solvabiliteit, grondaankoop en fiscale redenen (concern). Zie Tabel 23 voor de details.

5.2 Doel van te zoeken financiering

Tabel 23 Doel waarvoor financiering nodig is

Doel	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 326)
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Start bedrijf	4%	0%	2%	2%
Overname	2%	11%	1%	5%
Herfinanciering	4%	5%	5%	4%
Herstructurering balans	7%	3%	5%	5%
Werkkapitaal	40%	36%	35%	35%
Internationalisering	0%	0%	0%	0%
Huisvesting	29%	31%	31%	31%
Bedrijfsmiddelen	21%	30%	25%	25%
Innovatie	3%	4%	3%	3%
Groei, uitbreiding	2%	1%	7%	3%
Overleven, schuld aflossen	4%	1%	5%	3%
Anders	2%	7%	4%	4%

Bron: EIM, 2011

5.3 Bron van te zoeken financiering

Tabel 24 Bron van de te zoeken financiering

Doel	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 240
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Bank(en)	83%	76%	77%	78%
Familie en vrienden	3%	1%	2%	2%
Leveranciers	3%	3%	0%	2%
Informal investors	8%	3%	9%	6%
Openbare kapitaalmarkt	0%	2%	0%	1%
VC, PM of ROM	3%	0%	6%	3%
Overheidsregelingen	4%	1%	3%	3%
Andere bedrijven	5%	1%	5%	3%
Moederbedrijf / holding	0%	15%	6%	8%
Anders	6%	6%	5%	6%

Bron: EIM, 2011

Financiering meestal gezocht bij banken

Banken zijn verreweg de meest genoemde bron van de gezochte financiering. Met name middelgrote bedrijven noemen daarnaast moederbedrijf of holding als bron. Bij kleine bedrijven valt op dat men bronnen zoals familie en vrienden veel minder vaak noemt dan bij eerder verkregen financiering (met name met eigen

vermogen: zie Tabel 13). Jonge bedrijven richten zich extra eenzijdig op banken als bron van financiering: 95% noemt die als bron.

'Andere' bronnen waar men financiering verwacht aan te trekken (Tabel 24 onderaan) zijn voornamelijk aandeelhouders en privévermogen van ondernemers. Speciale financiële dienstverleners worden daarnaast enkele malen genoemd (verzekeraar, buitenlandse bank gespecialiseerd in de sector van het bedrijf).

5.4 Slaagkans bij verkrijgen van financiering

Eén op de vier verwacht niet te slagen

Een kwart van de bedrijven die in de komende 12 maanden financiering denken te gaan zoeken verwacht het gewenste bedrag niet of niet volledig aan te kunnen trekken. Ruim een kwart van de kleine bedrijven met behoefte aan financiering verwacht die *niet* te kunnen krijgen. Van de jonge bedrijven met die behoefte is dit zelf bijna de helft. Zie verder Tabel 25.

....Maar gaat 't wèl proberen

Van de bedrijven die de beoogde financiering niet of slechts ten dele denken te kunnen krijgen gaat het grootste deel het wèl proberen: 88%.

Tabel 25 Verwacht men het gezochte vermogen aan kunnen trekken?

<i>Gekregen of niet</i>	<i>Grootteklasse</i>		<i>Aantal bedrijven: 287</i>	
	<i>KB</i>	<i>MB</i>	<i>GB</i>	<i>alle bedrijven</i>
Ja, voor het gewenste bedrag	62%	87%	72%	74%
Ja, maar minder dan het gewenste bedrag	8%	10%	13%	10%
Nee	27%	3%	13%	15%
Anders / weet niet	3%	0%	1%	1%
Totaal	100%	100%	100%	100%

Bron: EIM, 2011

5.5 Relatie slaagkans met gezochte bedrag

Deze paragraaf gaat over het gemiddeld gevraagde bedrag dat gemoeid is met aanvragen van financiering die respectievelijk volledig zijn toegewezen, gedeeltelijk toegewezen, en volledig afgewezen. Dit betreft zowel in het lopende jaar te zoeken als in het afgelopen jaar gezocht eigen en vreemd vermogen.

Hoe kleiner het gevraagde bedrag, hoe minder de slaagkans

Aldus de uitkomst van de uitgevoerde analyse: of men nu eigen vermogen zoekt of vreemd vermogen, zij die vragen om geringe bedragen krijgen vaker NEE te horen van de door hen benaderde financiers dan degenen die komen voor de grotere bedragen. Binnen de groep kleine bedrijven zijn verder starters onderscheiden van langer gevestigde bedrijven. Ook hier is verschil zichtbaar: starters (bedrijven die minder dan vijf jaar zijn gevestigd) krijgen NEE te horen op gevraagde financieringsbedragen die gemiddeld (nog) kleiner zijn dan die van afgewezen aanvragen van langer gevestigde bedrijven. Zie verder Tabel 26.

Tabel 26 Toekenning en afwijzing, naar gezocht bedrag
(gemiddeld gezochte bedragen * €1.000)

'Gewogen' percentages	Afgelopen 12 maanden gezocht		Aantal bedrijven: 96 / 247 ⁹
Financiering gekregen of niet	Eigen vermogen	Vreemd vermogen	Financiering komende 12 maanden
<u>Volledig</u> gekregen ¹⁰	4.289	6.733	2.054
Voor een <u>deel</u> gekregen	1.708	1.144	3.666
<u>Niet</u> gekregen	455	486	311

Bron: EIM, 2011

⁹ 96 bedrijven hebben in de afgelopen 12 maanden eigen vermogen gezocht, en melden daarvan een resultaat: gekregen of niet. Er zijn 247 bedrijven die een beslissing hebben gekregen op een aanvraag van vreemd vermogen, en eveneens 247 die financiering gaan zoeken in de komende 12 maanden, en hun verwachting uitspreken van de slaagkans.

¹⁰ De bedragen in de tabel moeten als volgt worden gelezen: zij die het gezochte bedrag aan vreemd vermogen volledig hebben gekregen vroegen gemiddeld om €6.733.000. Zij die het gezochte bedrag aan vreemd vermogen niet kregen vroegen gemiddeld om €486.000.

6 Solvabiliteit

In dit hoofdstuk wordt de solvabiliteit van bedrijven geconfronteerd met zoeken naar financiering en het succes daarvan.

Allereerst de solvabiliteit: de vraag naar het eigen vermogen als percentage van de balans is door 64% van de deelnemers aan het onderzoek beantwoord. Met behulp van REACH-data¹¹ is dit aandeel opgeschroefd naar 82%.

6.1 Klein en groot

Grotere bedrijven wat solvabeler, maar weinig verschil naar grootte

Uit Tabel 27 is af te lezen dat de gemiddelde solvabiliteit niet sterk verschilt naar bedrijfsgrootte, maar dat kleine bedrijven wèl vaak òf laag òf hoog scoren¹².

Grote bedrijven hebben het meeste financiële weerstandsvermogen.

Tabel 27 Solvabiliteit naar bedrijfsgrootte

'Gewogen' percentages	Grootteklasse			Aantal bedrijven: 1.203
	KB	MB	GB	alle bedrijven
Solvabiliteit				
Gemiddeld	40%	39%	44%	40%
minder dan 20%	29%	16%	15%	18%
20-30%	9%	17%	14%	14%
30-40%	16%	21%	10%	16%
40-50%	11%	19%	26%	19%
50% en meer	35%	27%	36%	32%
Totaal	100%	100%	100%	100%

Bron: EIM, 2011

6.2 Invloed op financiering

Bij weigeren van een lening speelt solvabiliteit geen rol

Bij bedrijven die hebben geprobeerd om extra eigen vermogen aan te trekken is er een duidelijk verband tussen solvabiliteit en het succes van die poging: zij die het gezochte extra eigen vermogen niet hebben gekregen hebben een zeer lage solvabiliteit van 6%. Maar bij het al dan niet verkrijgen van vreemd vermogen speelt de solvabiliteit geen rol: bij de geweigerde aanvragen ligt die gemiddeld

¹¹ Het deelnemersbestand is gekoppeld aan het REACH-bestand, waarin gegevens aanwezig zijn zoals balans, eigen vermogen, en werkgelegenheid.

¹² **NB:** de solvabiliteitscijfers van (middel)grote bedrijven zijn min of meer in lijn met eerder berekende populatiecijfers (CBS, Financiering van Ondernemingen). Het solvabiliteitscijfer van het kleinbedrijf valt in de enquête echter hoger uit. Het lijkt er derhalve op dat kleine bedrijven met veel eigen vermogen vaker JA hebben gezegd tegen het verzoek om medewerking aan het onderzoek dan bedrijven met weinig eigen vermogen.

zelfs iets hoger dan bij de gehonoreerde. Bij de verwachting de in de komende tijd benodigde financiering binnen te halen, lijkt de solvabiliteit evenmin een rol te spelen. Wel is het zo dat een afname van het eigen vermogen en daarmee een verslechtering van de solvabiliteit wel duidelijk van invloed is op de afwijzing. Zie hiervoor paragraaf 3.5.

Hogere solvabiliteit bij bedrijven die geen financiering nodig hebben

De solvabiliteit van bedrijven die géén financiering hebben gezocht en dat ook het komende jaar niet van plan zijn ligt duidelijk hoger dan die van bedrijven die wel op zoek (zijn ge)gaan. Zie Tabel 28 voor de details.

Tabel 28 Slagen bij het aantrekken van financiering, en solvabiliteit

<i>'Gewogen' percentages</i>	<i>Solvabiliteit</i>	<i>Aantal bedrijven</i>
In afgelopen jaar <u>geen</u> financiering gezocht	43%	929
In afgelopen jaar eigen vermogen gezocht	29%	98
w.v. volledig gekregen	34%	65
w.v. deels gekregen	32%	12
w.v. niet gekregen	6%	11
In afgelopen jaar vreemd vermogen gezocht	29%	247
w.v. volledig gekregen	29%	160
w.v. deels gekregen	26%	16
w.v. niet gekregen	32%	44
Denkt het komende jaar <u>geen</u> financiering nodig te hebben	43%	879
Denkt het komende jaar financiering nodig te hebben	33%	250
w.v. verwacht te krijgen	33%	191
w.v. verwacht deels te krijgen	32%	33
w.v. niet te krijgen	31%	21

Bron: EIM, 2011

7 Financieringsbehoefte bedrijfsleven Nederland

Dit hoofdstuk is gewijd aan de berekening van het totale bedrag aan financiering dat Nederlandse bedrijven in het afgelopen jaar hebben gevraagd en gekregen, en het bedrag waaraan zij dit jaar behoefte hebben, op basis van de bedragen die deelnemers aan het onderzoek noemen.

Vervolgens komen de gemiddeld per grootteklasse gevraagde bedragen aan de orde. Tot slot passeren microkredieten tot €35.000 nog even de revue.

7.1 Totaalbedragen

Hiertoe is per sector en grootteklasse het gemiddeld genoemde bedrag van de gezochte en te zoeken financiering vastgesteld. Vervolgens is gecorrigeerd voor de 'scheve verdeling' binnen grootteklassen, met name bij het kleinbedrijf. Daar zijn er veel van, terwijl vooral de wat grotere daarvan financiering zoeken, voor eveneens groter dan gemiddelde bedragen (dat wil zeggen, gemiddeld voor het kleinbedrijf). Dat grotere bedrag vermenigvuldigd met de grote aantallen zou een onrealistisch hoog bedrag opleveren. De laatste stap is vermenigvuldiging van het gemiddelde bedrag met de slaagkans (bron: enquête) en met het totaal aantal Nederlandse bedrijven in diezelfde sectoren en grootteklassen (bron: CBS).

De resulterende totaalbedragen zijn weergegeven in Tabel 29.

Tabel 29 Totaalbedragen gevraagde financiering * miljoen euro

<i>'Gewogen' percentages</i>	<i>Afgelopen 12 maanden gevraagd</i>	<i>Komende 12 maanden verwacht</i>
Kleinbedrijf (2 – 50 wp)	12.309	12.742
Middenbedrijf (50 – 250 wp)	5.227	5.203
Grootbedrijf (250 wp en meer)	7.200	6.629
Industrie	7.453	5.700
Bouw	1.755	1.612
Handel	5.121	4.352
Transport en communicatie	1.897	1.849
Zakelijke diensten	2.871	2.806
Overige diensten incl. horeca	2.903	2.657
Totaal	24.736	24.573

Bron: EIM, 2011

Om het daadwerkelijk verkregen bedrag te berekenen is aangenomen dat zij die aangeven het gevraagde bedrag 'gedeeltelijk' te hebben gekregen 50% van dat bedrag hebben gekregen. Uit Tabel 30 kan worden afgelezen dat kleine bedrijven vaker een afwijzing van hun financieringsaanvraag krijgen dan middelgrote

bedrijven, en die weer vaker dan grote bedrijven. Tevens valt op dat de verwachting inzake verkrijgen van de financiering die men in de komende 12 maanden denkt te vragen minder hoog gespannen zijn dan overeenkomt met de 'kans' op basis van het in de afgelopen 12 maanden binnengehaalde percentage. Kortom, de kans van slagen in de komende tijd wordt lager ingeschat dan het succes in de afgelopen periode.

Het verschil tussen sectoren is bescheiden. Wel verwacht de industrie wat vaker het gevraagde bedrag binnen te halen.

Tabel 30 Totaalbedragen verkregen en verwachte financiering * miljoen euro

'Gewogen' percentages	Afgelopen 12 mnd. gekregen		Komende 12 maanden verwacht	
	bedrag	percentage v. gevraagd	bedrag	percentage v. gevraagd
<i>Solvabiliteit</i>				
Kleinbedrijf (2 – 50 wp)	10.543	(86%)	9.046	(71%)
Middenbedrijf (50 – 250 wp)	4.725	(90%)	4.162	(80%)
Grootbedrijf (250 wp en meer)	6.732	(94%)	5.767	(87%)
Industrie	8.256	(90%)	6.989	(82%)
Bouw	1.961	(89%)	2.087	(77%)
Handel	5.840	(88%)	5.857	(74%)
Transport en communicatie	2.116	(90%)	2.396	(77%)
Zakelijke diensten	3.263	(88%)	3.658	(77%)
Overige diensten incl. horeca	3.299	(88%)	3.587	(74%)
Totaal	21.999	(89%)	18.976	(77%)

Bron: EIM, 2011

In Tabel 31 en Tabel 32 zijn de antwoorden op de vraag of men de gezochte financiering geheel of gedeeltelijk heeft gekregen, dan wel verwacht te krijgen in detail te vinden, naar sector.

Tabel 31 Succes bij aanvraag vreemd vermogen, per sector

Sector	Gekregen of niet			N bedrijven
	Ja	Deels	Nee	
Agrarische sector	91%	0%	9%	11
Industrie	81%	0%	19%	42
Bouw	76%	10%	14%	29
Handel	69%	3%	28%	29
Transport en communicatie	77%	10%	13%	40
Zakelijke diensten	71%	9%	20%	55
Overige diensten	54%	8%	38%	50
Totaal	71%	7%	22%	256

Bron: EIM, 2011

Uitsplitsing naar een groter aantal sectoren levert te geringe aantallen op om nog verantwoorde uitspraken te kunnen doen. Met die kanttekening is er wél een duidelijke *indicatie* dat gevraagde leningen vaker worden afgewezen in de horeca (hier samengevoegd met 'overige diensten', die overigens ook zonder de horeca erbij vaker een afwijzing krijgen), en in de autobranche.

Tabel 32 Verwacht succes bij zoeken van financiering in het lopende jaar, per sector

Sector	Gekregen of niet			N bedrijven
	Ja	Deels	Nee	
Agrarische sector	77%	15%	8%	13
Industrie	76%	8%	16%	49
Bouw	60%	34%	6%	35
Handel	65%	21%	14%	43
Transport en communicatie	67%	22%	11%	45
Zakelijke diensten	69%	19%	12%	58
Overige diensten	66%	14%	20%	70
Totaal	68%	18%	14%	313

Bron: EIM, 2011

Bij de verwachte slaagkans van financieringspogingen in het lopende jaar valt het grote aandeel in de bouw op dat slechts gedeeltelijke toewijzing van het te zoeken bedrag verwacht.

7.2 Verkregen financieringsbedrag naar omvang bedrijf

Kleine bedrijven zoeken kleine financieringsbedragen

Kleine bedrijven vragen en krijgen kleinere bedragen dan grote, en bij die kleine bedrijven gaat het bij niet-rechtspersonen weer om aanzienlijk kleinere bedragen

dan bij rechtspersonen (voornamelijk BV's). Ook dit is een grootte-effect: BV's zijn groter dan eenmanszaken en vennootschappen, het gros van de niet-rechtspersonen. Zie Tabel 33.

Tabel 33 Per bedrijf verkregen bedragen financiering naar grootteklasse * 1.000 euro

<i>'Gewogen' percentages</i>	<i>Afgelopen 12 maanden gekregen</i>	<i>Komende 12 maanden verwacht</i>
Kleinbedrijf (2 – 50 wp) niet-rechtspersonen ¹³	64	55
Kleinbedrijf (2 – 50 wp) rechtspersonen	388	356
Middenbedrijf (50 – 250 wp)	2.161	2.657
Grootbedrijf (250 wp en meer)	28.700	22.418

Bron: EIM, 2011

Microkredieten: 17.500 bedrijven, €300 mln. gevraagd

Van de verstrekte kredieten is 10% een zogenaamd microkrediet: een bedrag tot €35.000. Bij de bedrijven die de komende 12 maanden financiering denken te zoeken heeft 16% het over een bedrag tot €35.000.

In totaal zijn er volgens het CBS in Nederland 309.000 bedrijven met 2 tot 50 werkzame personen (1 jan. 2010). Daarvan zoekt volgens dit onderzoek 20,5% naar vreemd vermogen (in totaal 22% zoekt financiering, maar een klein deel daarvan zoekt uitsluitend *eigen* vermogen). Er blijven dan nog ruim 63.000 kleine bedrijven over die vreemd vermogen zoeken. Die zijn verdeeld in 75% niet-rechtspersonen en 25% rechtspersonen. Van de niet-rechtspersonen zoekt een derde microkrediet (bron: enquête). Dat komt neer op 15.900 bedrijven. Van de rechtspersonen zoekt één op de tien microkrediet (eveneens bron: enquête). Dat zijn nog eens 1.600 bedrijven. Dat brengt het totaal op 17.500 vragers van een microkrediet. Gesteld dat men gemiddeld €17.500 financiering zoekt, dan gaat het om een totale vraag aan microkredieten van €300 miljoen.

Zoals eerder al geconstateerd worden kredietaanvragen van kleine bedrijven en voor kleine bedragen relatief vaak geweigerd of slechts deels toegekend: ongeveer een derde valt af. Het feitelijk voor microkredieten benodigde bedrag is dan €200 miljoen.

¹³ Eenmanszaak, CV, VOF, Maatschap.

8 Korte samenvatting en conclusies

De belangrijkste conclusies uit de uitgevoerde enquête onder 1460 bedrijven van de Financieringsmonitor 2011 zijn:

De vraag

Van alle bedrijven heeft 22% financiering gezocht in de afgelopen 12 maanden; 21% verwacht dat de komende 12 maanden te gaan doen. De drie belangrijkste doelen van de gevraagde financiering zijn: werkkapitaal (47%), investeringen (22%) en huisvesting (15%). Bij het grootbedrijf heeft één op de drie behoefte, in het midden- en kleinbedrijf ligt dit op ruim een vijfde.

De totale behoefte in bedragen

Het totaalbedrag dat in de afgelopen 12 maanden is *gezocht* door het totale bedrijfsleven aan vreemd vermogen en eigen vermogen samen omvat € 24,5 miljard. Het totaal *toegekende* bedrag ligt op € 22 miljard.

Het succes

Van het kleinbedrijf verwerft 57% ook daadwerkelijk financiering. In het middenbedrijf ligt dit percentage op 70% en in het grootbedrijf op 80%. Ook krijgen kleine bedrijven vaker slechts een deel van de financiering. Kleine bedrijven zijn dus minder succesvol in het verkrijgen van financiering. Onder de groep kleine bedrijven bevinden zich ook veel jonge bedrijven. Sectoren die relatief minder succes boeken zijn: bouw, horeca en handel. De sector industrie boekt meer succes.

Rol solvabiliteit

De solvabiliteit blijkt geen rol te spelen bij het afwijzen van verzoeken om *vreemd* vermogen: bij de geweigerde aanvragen ligt die gemiddeld iets hoger dan bij toegekende aanvragen. De solvabiliteit speelt duidelijk wèl een rol als gezocht is naar *eigen* vermogen: wie een lage gemiddelde solvabiliteit heeft boekt geen succes bij eigen vermogensverschaffers. Bedrijven die aangeven de afgelopen 12 maanden geen financiering te hebben aangevraagd en dit de komende 12 maanden ook niet van plan zijn hebben hadden een duidelijk hogere solvabiliteit dan zij die wel een financieringsbehoefte hadden en hebben.

Rol ontwikkeling eigen vermogen

De *ontwikkeling* van het eigen vermogen speelt wèl een rol bij afwijzing: waar het eigen vermogen is afgenomen is de kans op afwijzing van een kredietaanvraag aanzienlijk groter. Dit is met name het geval als de daling van het eigen vermogen een gevolg is van een daling van de bedrijfsresultaten.

Rol risico

Financieringsaanvragen van starters en jonge bedrijven worden vaak geweigerd op grond van het door de beoogde financier ingeschatte risico. Als zij wel financiering verwerven betalen zij relatief een hoger rentepercentage dan langer gevestigde bedrijven.

BIJLAGE I Vragenlijst

Vraag V04

Hoeveel werknemers telt uw organisatie in Nederland?

Vraag V01

Maakt de organisatie waar u werkt deel uit van een moederbedrijf?

Vraag V02

Maakt uw bedrijf deel uit van een beursgenoteerde onderneming?

Vraag V03

In welke bedrijfstak is uw bedrijf actief?

Vraag V05

Wat is ongeveer de jaaronzet van uw bedrijf in Nederland?

Vraag V06

Heeft u in de afgelopen 12 maanden uw kredietruimte bij de bank meer benut dan daarvoor?

Vraag V07

Heeft uw bedrijf in de afgelopen 12 maanden financiering gezocht buiten de bestaande kredietruimte?

Vraag V08

Heeft uw bedrijf in de afgelopen 12 maanden eigen vermogen gezocht, vreemd vermogen (dat wil zeggen, geleend geld), of beide?

Vraag V09

Afhankelijk van antwoord op V08

Waarom heeft uw bedrijf gekozen voor financiering met eigen vermogen?

Vraag V10

Afhankelijk van antwoord op V08

Waarom heeft u geen extern eigen vermogen gezocht?

Vraag V11

Als Vraag V07 is 2

Waarom heeft u geen financiering gezocht?

- 1: niet nodig
- 2: te duur
- 3: verwacht het niet te kunnen krijgen
- 4: bestaande kredietruimte is voldoende
- 5: concernonderdeel, kan daarom niet zelfstandig krediet aanvragen
- 6: (nog) anders, te weten:
- 7: weet niet/geen antwoord

Vraag V12

Afhankelijk van antwoord op V07

Voor welk doel of welke doelen zocht u financiering?

Vraag V13

Afhankelijk van antwoord op V04 en V07

Hoe groot was het financieringsbedrag dat u zocht?

Vraag V14

Afhankelijk van antwoord op V08

Heeft u het extra eigen vermogen of de achtergestelde lening die u zocht ook aan kunnen trekken?

Vraag V15

Afhankelijk van antwoord op V14

Waarom is volgens u het extra eigen vermogen niet of niet volledig aangetrokken?

Vraag V16

Afhankelijk van antwoord op V08

Heeft u het extra vreemde vermogen dat u zocht ook aan kunnen trekken?

Vraag V17

Afhankelijk van antwoord op V16

Waarom is volgens u het extra vreemde vermogen [lening(en)] dat u zocht niet of niet volledig aangetrokken?

Vraag V18

Afhankelijk van antwoord op V14

Waar heeft u eigen vermogen of een achtergestelde lening aangetrokken?

Vraag V19

Afhankelijk van antwoord op V18

U noemde aandeelhouders. Ging dit om converteerbare obligaties of achtergestelde leningen, aandelen of opties op aandelen, dan wel beide? Ga

Vraag V20

Afhankelijk van antwoord op V16

Waar heeft u vreemd vermogen aan kunnen trekken?

Vraag V21

Bent u op de hoogte van het bestaan van overheidsgarantieregelingen?

Vraag V22

Afhankelijk van antwoord op V08 en V21

Heeft uw bedrijf bij verstrekking van het krediet gebruik gemaakt van een garantieregeling van de overheid?

Vraag V23

Afhankelijk van antwoord op V22

Van welke garantieregeling of regelingen heeft uw bedrijf gebruik gemaakt?

Vraag V24

Afhankelijk van antwoord op V22

Heeft uw bank wèl een overheidsgarantieregeling aangeboden?

Vraag V25

Afhankelijk van antwoord op V22

Voor welk bruto leningbedrag heeft u gebruik gemaakt van de garantieregeling?

Vraag V26

Afhankelijk van antwoord op V08

Hoe lang duurde de behandeling van de financieringsaanvraag vanaf correcte indiening van alle gevraagde documenten?

Vraag V27

Afhankelijk van antwoord op V26

Hoeveel weken vindt u een aanvaardbare doorlooptijd?

Vraag V28

Afhankelijk van antwoord op V16

Welke percentage variabele en welk percentage vaste rente moet u betalen over het totale kredietbedrag?

Vraag V29

Afhankelijk van antwoord op V16

Moest u extra onderpand bieden voor het krediet? U heeft immers nieuwe financiering aangevraagd.

Vraag V30

Afhankelijk van antwoord op V29

Wat was dat onderpand?

Vraag V31

Hoeveel procent eigen vermogen staat er op uw balans?

Vraag V32A

Is het absolute bedrag eigen vermogen van uw bedrijf de afgelopen 12 maanden afgenomen?

Vraag V32B

Is het eigen vermogen van uw bedrijf als percentage van de balans de afgelopen 12 maanden afgenomen?

Vraag V33

Afhankelijk van antwoord op V32

Waarom is uw eigen vermogen afgenomen?

Vraag V34

Verwacht u de komende 12 maanden behoefte te zullen hebben aan extra eigen vermogen, aan vreemd vermogen, aan beide, of aan geen van beide?

Vraag V35

Afhankelijk van antwoord op V34

Voor welk doel of welke doelen verwacht u behoefte te zullen hebben aan financiering?

Vraag V36

Als Vraag V34 is kleiner dan 4 en Vraag V04 is kleiner dan 3

Hoe groot verwacht u dat het financieringsbedrag zal zijn dat u gaat zoeken?

Vraag V37

Afhankelijk van antwoord op V04 en V34

Hoe groot verwacht u dat het financieringsbedrag zal zijn dat u gaat zoeken?

Vraag V38

Afhankelijk van antwoord op V34

Verwacht u dat u financiering kunt krijgen?

Vraag V39

Afhankelijk van antwoord op V38

Bij wie verwacht u financiering te kunnen krijgen?

Vraag V40

Afhankelijk van antwoord op V38

Gaat u toch proberen financiering te verkrijgen?

Vraag V41A

Heeft uw bank in de afgelopen 12 maanden de kredietvoorwaarden aangepast?

Ik leg u een aantal mogelijke aanpassingen voor:

Rente.

Vraag V42A1

Afhankelijk van antwoord op V41A

Is uw vaste rente verhoogd of verlaagd?

Vraag V42A2

Afhankelijk van antwoord op V41A

Is uw variabele rente verhoogd of verlaagd?

Vraag V41B

Andere kosten zoals vergoedingen en provisies. Heeft uw bank deze de afgelopen 12 maanden aangepast?

Vraag V42B

Afhankelijk van antwoord op V41B

Zijn deze verhoogd of verlaagd?

Vraag V41C

Beschikbare omvang van het krediet of kredietlijn. Heeft uw bank deze de afgelopen 12 maanden aangepast?

Vraag V42C

Afhankelijk van antwoord op V41C

Is dit vergroot of verkleind?

Vraag V41D

Beschikbare kredietlooptijd. Heeft uw bank deze de afgelopen 12 maanden aangepast?

Vraag V42D

Afhankelijk van antwoord op V41D

Is die verkort of verlengd?

Vraag V41E

Eisen omtrent onderpand. Heeft uw bank deze de afgelopen 12 maanden aangepast?

Vraag V42E

Afhankelijk van antwoord op V41E

Zijn deze aangescherpt of versoepeld?

Vraag V41F

Eisen omtrent minimum aan solvabiliteit

Vraag V42F

Afhankelijk van antwoord op V41F

Zijn deze aangescherpt of versoepeld?

Vraag V41G

Andere voorwaarden zoals garanties, doorlooptijden en procedures

Vraag V42G

Afhankelijk van antwoord op V41G

Zijn deze aangescherpt of versoepeld?

Vraag V43

Heeft u de afgelopen 12 maanden uw eigen voorwaarden voor het verstrekken van krediet aan uw afnemers gewijzigd?

Vraag V44

Welke bank is uw huisbank?



Interviews Financieringsmonitor 2011

drs. R.M. Braaksma
C.K. Smit

Zoetermeer, 3 mei 2011

Dit onderzoek is gefinancierd door het Ministerie van EL&I.

De verantwoordelijkheid voor de inhoud berust bij EIM. Het gebruik van cijfers en/of teksten als toelichting of ondersteuning in artikelen, scripties en boeken is toegestaan mits de bron duidelijk wordt vermeld. Vermenigvuldigen en/of openbaarmaking in welke vorm ook, alsmede opslag in een retrieval system, is uitsluitend toegestaan na schriftelijke toestemming van EIM. EIM aanvaardt geen aansprakelijkheid voor drukfouten en/of andere onvolkomenheden.

The responsibility for the contents of this report lies with EIM. Quoting numbers or text in papers, essays and books is permitted only when the source is clearly mentioned. No part of this publication may be copied and/or published in any form or by any means, or stored in a retrieval system, without the prior written permission of EIM. EIM does not accept responsibility for printing errors and/or other imperfections.

Inhoudsopgave

1	Inleiding	5
2	Investeringsplannen en hun financiering	7
3	Zoeken naar financiering	9
3.1	Niet verkrijgen van financiering, gevolgen en oplossingen	9
3.2	Bekendheid met en gebruik van overheidsgaranties	11
3.3	Vermogen, verbeteringsacties en rol bij financiering	11
3.4	Informatieverschaffing bij financiering	12
3.5	Advies	13
4	Banken en hun voorwaarden	15
4.1	Algemeen	15
4.2	Ervaringen van bedrijven met financiering	15
4.3	Oordeel kredietvoorwaarden	18
4.4	Ketenfinanciering	18
5	Alternatieve financiering	19
6	Korte samenvatting en conclusies	21

1 Inleiding

Doel van het onderzoek

Het doel van het onderzoek is inzicht te krijgen in achtergronden en gedrag van bedrijven en eventuele gevolgen als deze bedrijven geen financiering verkrijgen. Daarvoor zijn een aantal diepte-interviews uitgevoerd. Bij lezing van deze rapportage is het van belang te beseffen dat de geïnterviewden zijn geselecteerd op "niet of niet volledig verkregen financiering". Diegenen die wel financiering verkregen zijn niet geïnterviewd. De geïnterviewde bedrijven zijn te zien als case-studies en staan op zichzelf. Op basis van de interviews zijn een aantal conclusies getrokken, zie hoofdstuk 6.

In de interviews is ingegaan op de gevolgde strategie en uitgangspunten bij de ondernomen poging(en), de reden van niet of niet volledig slagen daarvan, informatieverstrekking voor financiering, alsmede voorwaarden en handelwijze van banken en andere financiers.

Onderzoeksaanpak

Deze rapportage doet verslag van de face to face interviews met ondernemers, CEO's of financieel directeurs van 15 kleine en middelgrote bedrijven¹ en drie grote bedrijven. Deze personen hebben vragen beantwoord over hun pogingen om financiering te krijgen voor doelen die variëren van 'overleven' en 'herfinanciering' via 'werkkapitaal' tot 'nieuwe activiteiten en uitbreiding van de bestaande'.

Geïnterviewden

De geïnterviewde ondernemers en financieel managers zijn geselecteerd uit de deelnemers aan de enquête van de financieringsmonitor 2011 waaraan 1.460 kleine, middelgrote en grote bedrijven hebben meegewerkt. Selectiecriteria waren: een financieringsaanvraag hebben ingediend. Daarbij is gekeken naar aanvragen met *extern eigen* dan wel *vreemd* vermogen die niet of slechts gedeeltelijk is geslaagd. Verder was instemming vereist met een interview als vervolg op de voor de enquête al beantwoorde vragen.

Bij veel kleine en middelgrote bedrijven is bevestigend geantwoord op de vraag of men onderdeel is van een moederbedrijf. Dat moederbedrijf blijkt echter in alle gevallen een holding zonder eigen activiteiten. Meestal leidt de directeur / directie van het 'dochterbedrijf' ook de holding, en is er geen sprake van aansturing van het dochter- door het moederbedrijf. In één geval heeft de eigenaar van het bedrijf niet de dagelijkse leiding, maar regelt hij wel financiering.

¹ Klein = tot vijftig werkzame personen. Middelgroot = 50 tot 250 werkzame personen.

2 Investeringsplannen en hun financiering

Dit hoofdstuk behandelt zes cases van kleine en middelgrote ondernemingen die vergeefs of gedeeltelijk vergeefs financiering hebben gezocht voor investeringen en groeiplannen.

Een tweede restaurant

Een horecaondernemer wil een tweede zaak, en de accountmanager van zijn bank moedigt hem daar in aan. Partijen maken afspraken over de financiering, maar die zijn nog niet contractueel vastgelegd als in 2008 de kredietcrisis uitbreekt. Ze blijken van nul en generlei waarde, en de accountmanager heeft intussen het veld geruimd. De verbouwing van de nieuwe zaak loopt nog als de geldkraan dichtgaat, maar een andere bank is bereid tot financiering, zij het met een gepeperde rente. Een informal investor doet het voor minder, maar komt te laat in beeld. Gedwongen door de tijdsdruk heeft de ondernemer onvoldoende tijd gehad om te gaan shoppen voor financiering tegen beter voorwaarden. Later dat jaar gaat de nieuwe zaak dan toch open, en verbetert de financiële positie van de onderneming.

Nieuw concept van een bevrachtingbedrijf

Een bevrachtingbedrijf heeft een innovatief vervoersconcept bedacht voor efficiënt geconditioneerd transport: met onderling koppelbare, kleine containerschepen. Daarmee kan een generatie oude schepen worden vervangen die weliswaar functioneel zijn maar toch geleidelijk uit de vaart worden genomen wegens ouderdom en omdat banken alleen *grotere* schepen willen financieren. Die zijn voor veel vaarwegen en sluisen té groot, en dat creëert een groeimarkt voor het nieuwe concept. Het geld voor de ontwikkeling komt van SBIR en WBSO, financiering daarnaast van een andere dan de eigen huisbank. De accountmanager bij de eigen huisbankier "begrijpt niets van de sectoren de markt" en laat dat o.a. zien door wèl te willen investeren in de te grote (in China gebouwde) schepen, maar niet in het nieuwe concept.

Een patent met een gouden randje

De directeur van een klein industriebedrijf in schoonmaakproducten is zowel technicus en doe-het-zelver bij het ombouwen van machines als uitvinder. Hij ontwikkelt een milieuvriendelijke versie van een veelgebruikte 'disposable' en krijgt er octrooi op. Vervolgens gaat hij op zoek naar financiering voor het product. Dat gaat hij zelf maken met omgebouwde tweedehands machines, en verkopen aan de fabrikant(en) van de machines waarin het gebruikt gaat worden. Voor de ontwikkeling van het product heeft hij een Europese subsidie gekregen, en een MKB-innovatieprijs. Gebrek aan voldoende eigen vermogen is echter het grote struikelblok voor verkrijgen van financiering bij de huisbank. Hij vindt die uiteindelijk bij vermogende familieleden. Mede door enkele 'missers' van zijn huisbank bij omzetting van VOF in BV die hem op de rand van een faillissement brachten is de relatie met deze bank inmiddels beëindigd. Recent heeft hij een megacontract afgesloten met de Europese marktleider op het gebied van de machines waarop zijn product gebruikt gaat worden, met een minimaal af te nemen kwantum dat zijn bedrijf de komende jaren miljoenen gaat opleveren. Hij denkt toekomstige investeringen dan ook uit eigen middelen te kunnen financieren.

Face-lift voor een recreatieonderneming

Een campinghouder wil zijn familiebedrijf transformeren tot een bungalowpark, met huisjes die zomer en winter open kunnen. Voor de transformatie schrijft een toeristisch adviesbureau een langetermijnplan, dat ook naar de bank gaat in het kader van de financieringsaanvraag. Als er drie maanden later nog geen reactie is vraagt hij offerte bij twee andere banken, met een aantrekkelijk aanbod als uitkomst. Dat stuurt hij naar zijn huisbank, die nu direct reageert met een scherpe offerte. Uiteindelijk gaat hij daarom toch met zijn vertrouwde bank in zee. Aantrekken van extern eigen vermogen heeft hij niet overwogen: vreemden aan het roer in het familiebedrijf is onbespreekbaar. Hij heeft van zijn financieringsaanvraag wel geleerd dat 'shoppen' loont: de voorwaarden van zijn huisbank voor de nieuwe financiering bleken, onder druk van de concurrerende offerte, beter dan die van de al lopende financiering. Ook heeft hij via de huisbank afgesloten verzekeringen inmiddels de helft goedkoper elders ondergebracht.

Een nieuwe machine

Bij een drukkerij is een machine voor speciaal drukwerk hoognodig aan vervanging toe. Hij is aan het eind van zijn technische levensduur, de leverancier heeft hem uit productie genomen, en aan vervangende onderdelen is nauwelijks nog te komen. Het bedrijf moet door de kredietcrisis voor het eerst in 20 jaar een flink verlies incasseren, maar schrijft na een reorganisatie (die de kosten drastisch reduceerde) inmiddels weer zwarte cijfers. Ondanks een royale overwaarde van het beschikbare onderpand weigert de huisbank financiering, en dreigt sluiting van de afdeling met ontslag voor de betrokken medewerkers. Volgens de directeur beoordeelt de bank niet het bedrijf maar de branche, en die staat er in bankkringen slecht op.

Voorfinanciering grote projecten

Een middelgroot bedrijf ontwerpt en levert verpakkingssystemen, met een aantal multinationale ondernemingen als klant. Voor die systemen moeten verpakkingmiddelen worden aangemaakt in zeer grote hoeveelheden. En voorgefinancierd voor tientallen tot zelfs honderden miljoenen euro's. Rondkrijgen van die financiering is een voortdurend gevecht. Het bedrijf onderhandelt hierover met Nederlandse en buitenlandse banken, en probeert op alle mogelijke manieren aan het benodigde geld te komen: equity, parallelmarkt, factoring en leasing. Bankfinanciering heeft de voorkeur omdat dat het goedkoopst is. Dat heeft minder te maken met de rente dan met bijkomende juridische kosten en extra managementaandacht bij alternatieve financiering: daarvoor wordt het bedrijf vaak gedwongen om 'special purpose vehicles' op te tuigen buiten de normale juridische structuur van de onderneming om. Nederlandse banken blijken echter niet bereid om de gevraagde financiering te verschaffen. Zij blokkeren zelfs pogingen om het aan te trekken bij Aziatische banken die daartoe wel bereid zijn, maar aandelen als zekerheid vragen. Het gevolg is dat het bedrijf onvoldoende kan profiteren van een zich ontwikkelende wereldwijde groeiemarkt: deze systemen besparen materialen die de komende tijd in prijs gaan stijgen.

3 Zoeken naar financiering

In dit hoofdstuk komt achtereenvolgens aan de orde welke gevolgen niet verkrijgen van de gezochte financiering heeft gehad voor bedrijven en hoe zij daar op hebben gereageerd, gebruik van overheidsgaranties, aanwezigheid van eigen vermogen en acties om het te verbeteren, informatieverschaffing bij financiering, en adviezen die men heeft ingewonnen.

3.1 Niet verkrijgen van financiering, gevolgen en oplossingen

Enkele van de ondernemingen bleken geen noemenswaardige financieringsproblemen te hebben gehad. Voor de overige worden de gevolgen die niet verkrijgen van de gezochte financiering heeft gehad voor bedrijfsvoering en realisatie van investeringsplannen hierna kort geschetst.

Een grote projectontwikkelaar heeft een aantal banken benaderd voor financiering van een nieuw project. Op één na waren zij niet geïnteresseerd. Het ging om een project waarbij financiering onder 'normale' omstandigheden geen probleem zou zijn. Bij afwijzing van de aanvraag was het project afgeblazen, met 'wanprestatie' en een contractuele boete als gevolg. Uiteindelijk heeft één van de benaderde banken echter een voor het bedrijf acceptabel voorstel gedaan.
Een middelgrote verpakkingsspecialist met een sterke positie op de wereldmarkt moet door problemen met verkrijgen van voldoende voorfinanciering van nieuwe projecten een deel van de markt laten liggen. Het gaat om een groeiemarkt waar buitenlandse concurrenten dankbaar op in zullen springen ¹
De eigenaar van een klein industriebedrijf en uitvinder van een gepatenteerde innovatie krijgt door een 'vormfout' te maken met opzegging van zijn rekening-courantkrediet en blokkade van een rekening waarop betalingen van klanten binnenkomen. Hij gaat er bijna failliet door. Dankzij familiefinanciering overleeft hij. Vervolgens sluit hij een megadeal met een grote afnemer van het product dat hij gaat maken op basis van zijn patent.
Een klein bouwbedrijf komt door de ingezakte markt op de rand van de afgrond. Eigen vermogen is er nauwelijks nog, maar intussen komen er weer wat meer orders binnen. De bank weigert een microkrediet, en het bedrijf overleeft alleen doordat de familie van de ondernemer bijspringt.
Een middelgrote drukkerij krijgt geen financiering voor noodzakelijke vervanging van een machine. Daardoor dreigt een afdeling te moeten sluiten, en het zich al aandienende herstel in de kiem gesmoord te worden.
Een jong transportbedrijf met een sterk specialisme slaagt er (nog) niet in de financiering aan te trekken die nodig is voor een grote investering in verdere groei. Dralen van de Nederlandse bank die een deel van de financiering moet leveren is een oorzaak. Daardoor dreigt er later te worden geleverd, terwijl al contracten met verladings zijn afgesloten.
De vennoten van een jong groeiend bedrijf in de persoonlijke dienstverlening zien zelf af van het aantrekken van extern eigen vermogen omdat dan zeggen-

¹ Dit bedrijf staat open voor eventueel contact met E,L & I of Financiën voor een nadere toelichting.

<p>schap moet worden verleend aan derden. Zij zien goede mogelijkheden voor sterke uitbreiding van het aantal zaken, maar zetten concretisering van die plannen om die reden nog even in de koelkast.</p>
<p>Een horecaondernemer komt financieel in de problemen als zijn huisbank krediet weigert voor de verbouwing van de tweede vestiging die hij wil openen. De accountmanager heeft hem hiertoe zelf aangemoedigd, en toezeggingen gedaan voor de financiering. Dan komt de kredietcrisis, de accountmanager verdwijnt, en gedane toezeggingen blijken niets waard. De verbouwing duurt ook nog eens langer en is duurder dan begroot. Hij wordt gered door een (hoogrentend) krediet van een andere bank en een informal investor.</p>
<p>Een andere horecaondernemer krijgt liquiditeitsproblemen als zijn omzet keldert door de recessie en slecht weer. Om meer omzet te halen zijn wèl investeringen nodig. Zijn huisbank houdt hem lang aan het lijntje als hij financiering vraagt. De tijd gaat dringen omdat actie ondernomen moet worden vóór het nieuwe seizoen begint. Als financiering via de bank dan nog niet rond is zoekt hij alternatieven, en vindt die bij familie en een informal investor. Ook kan hij afspraken maken met leveranciers.</p>
<p>Een kleine recreatieondernemer heeft financiering nodig voor transformatie van zijn camping naar vaste accommodatie. Zijn huisbank heeft na drie maanden nog niet gereageerd op zijn financieringsaanvraag, maar als hij elders offerte vraagt komt die met een zeer aantrekkelijk bod. Doordat het een langetermijnplan betreft zijn er verder nauwelijks gevolgen.</p>
<p>Als een klein bevrachtingbedrijf voor investering in een innovatief vervoerssysteem financiering nodig heeft stuit hij op een weigering van zijn huisbank. Hij vindt alternatieve financiering bij een andere bank, en bij innovatiesubsidies.</p>
<p>Een klein softwarebedrijf vraagt een doorlopend krediet bij de huisbank. Dat wordt geweigerd, o.a. doordat een privélening als vreemd vermogen wordt aangemerkt. Directe gevolgen heeft dat niet, want het bedrijf is winstgevend, maar het perkt wèl de financiële ruimte in voor het ontwikkelen van nieuwe softwareproducten.</p>
<p>Een middelgroot industrieel bedrijf heeft een product dat internationaal goed aanslaat, maar door acquisities in het verleden nauwelijks eigen vermogen. De crisis brengt een flinke omzetsdip mee, en acute liquiditeitsproblemen. Een lening met overheidsgarantie zorgt financieel voor lucht. De financiers hebben vertrouwen in de marktvooruitzichten van het bedrijf. Maar als de grootste afnemer een betalingstermijn van 120 dagen oplegt ontstaan opnieuw liquiditeitsproblemen en dreigt alsnog faillissement. Het bedrijf wordt overgenomen door een informal investor en klimt inmiddels weer uit het dal.</p>

3.2 Bekendheid met en gebruik van overheidsgaranties

Het beeld over de redenen waarom wel of niet gebruik gemaakt wordt van regelingen is divers. Hieronder volgen de voorbeelden van de geïnterviewde bedrijven die hiermee te maken hebben gehad.

Eén bedrijf heeft op suggestie van zijn huisbank een garantie van het MKB Innovatiefonds kunnen krijgen van ruim 2 ton.
Een tweede bedrijf is op de hoogte met overheidsgarantieregelingen en heeft geprobeerd gebruik te maken van een regeling (welke is onbekend). Die poging is volgens de directeur echter gestrand op onwilligheid van de bank om daar gebruik van te maken.
Een ander kent de regelingen, maar maakt er geen gebruik van wegens de administratieve last die hij verwacht.
Bij een vierde heeft zijn bank hem er wèl op attent gemaakt, maar bij gebrek aan noodzaak is er geen gebruik van gemaakt.

De overige geïnterviewden hebben zonder nadere toelichting géén gebruik gemaakt van overheidsgarantieregelingen, of zijn er niet mee bekend. Dat laatste geldt met name voor enkele kleine bedrijven.

Bij grote bedrijven wordt geen gebruik gemaakt van garantieregelingen, al heeft een bank het bij één wèl aangeboden. Een grote projectontwikkelaar merkt op dat banken er niet goed van op de hoogte zijn, en dat hij zelf bij een bank heeft moeten uitleggen wat de GO-regeling inhoudt.

3.3 Vermogen, verbeteringsacties en rol bij financiering

De vermogenspositie van de bedrijven waar interviews hebben plaatsgevonden varieert van slecht tot uitstekend. Er komt echter nauwelijks een bevestigend antwoord op de vraag of die een rol heeft gespeeld bij het niet of niet volledig verkrijgen van gezochte financiering. Wèl is duidelijk dat banken een negatieve beslissing mede baseren op gebrek aan eigen vermogen: bij degenen die de vermogenspositie van hun bedrijf beoordelen als matig of slecht valt de uiteindelijke beslissing vaak negatief uit. Daarbij valt echter niet te ontkomen aan de indruk dat banken het marktperspectief van bedrijven en hun plannen voor nieuwe activiteiten niet het juiste gewicht toekennen, zeker bij kleine bedrijven. Ook de antwoorden van ondernemers suggereren dat banken kredietaanvragen primair leggen langs een algemene meetlat met branche, beschikbaar EV en onderpand als belangrijkste criteria, en eliminatie van zelfs de schijn van een risico als uitgangspunt. Er zijn hierbij opvallend veel verwijzingen naar voorwaarden zoals onderpand en borgstelling met privévermogen ter waarde van bedragen die vèr uitgaan boven de waarde van het gevraagde krediet: "ze willen driedubbele zekerheid". Ook vellen enkele geïnterviewden een negatief oordeel over de bij bank / accountmanager aanwezige kennis van hun branche en kernactiviteit. Dat is zelfs een reden om over te stappen en te kiezen voor een bank die wèl beschikt over zulke kennis.

Bedrijven hebben zelf ook een aantal acties ondernomen om de vermogenspositie te verbeteren. Voorbeelden staan in naaststaande textbox.

Een klein softwarebedrijf heeft zijn liquiditeitspositie verbeterd door actie om de debiteurentermijn te verkorten. Het ging feitelijk om 'administratieve professionalisering' c.q. achterstallig onderhoud: zorgen dat alle gegevens op facturen naar grote klanten (afdeling, adres, inkoopnummer) precies kloppen. Zo niet, dan kunnen ze op de verkeerde plaats terechtkomen, lang onderweg zijn of zoek raken. Kortom, een simpele maar effectieve verbetering.

Een middelgroot grafisch bedrijf heeft zijn debiteurenportefeuille uitbesteed aan een factoringbedrijf. Dit spaart netto €20.000 per jaar op kosten, en verbetert de liquiditeit.

Een industriebedrijf met een sterk product en dito marktpositie komt door de kredietcrisis in acute liquiditeitsproblemen. Een lening geeft lucht, maar het EV is minimaal. Een kredietverzekeraar deelt in die situatie een extra klap uit door niet alleen vooruitbetaling te adviseren, maar ook de leveranciers van het bedrijf te adviseren géén krediet te verstrekken.

Afgezien hiervan worden een aantal malen kostenbesparing, omzetgroei en resultaatverbetering genoemd als 'acties'.

3.4 Informatieverschaffing bij financiering

Bij het MKB géén standaardprocedures voor evaluatie van financieringsmogelijkheden

Geen van de kleine en middelgrote bedrijven waarvan ondernemer of financiële directeur die heeft meegewerkt aan de interviewronde van het onderzoek beschikt over een standaardprocedure voor het evalueren van financieringsmogelijkheden, voor als daaraan behoefte is. Daarvoor is die behoefte 'te ad-hoc'. Bovendien betreft het doorgaans een van geval tot geval verschillende vraag naar financiering, waarvoor maatwerk gewenst is.

Slechts één CEO, van een middelgroot bedrijf, heeft te maken met projectfinanciering van een zodanige omvang, dat hij continu op zoek moet naar mogelijkheden van (vóór)financiering. Ook hier is een standaardprocedure echter geen optie, omdat *verkrijgen* van de gezochte financiering voor dit bedrijf een probleem is dat dwingt tot ad-hoc oplossingen en per project verschillend 'maatwerk'.

MKB: standaard bedrijfsrapportages komen nauwelijks voor

Standaardbedrijfsrapportages (Standaard Business Reporting; SBR) worden evenmin aangetroffen bij kleinere bedrijven, althans geen SBR volgens de standaard die ook door banken wordt onderschreven. Hiermee kunnen financiële rapportages behalve aan instellingen als Belastingdienst en Kamer van Koophandel ook snel worden geleverd aan banken en andere financiers, met het oog op financieringsaanvragen.

Wél beschikken de middelgrote en een deel van de kleine bedrijven over maandelijks of kwartaalrapportages die ook gebruikt (kunnen) worden bij financieringsaanvragen. Eén voert dit jaar SBR in: als hobby van een van de partners in het bedrijf.

Bij de resterende kleine bedrijven is zelfs het begrip SBR geheel onbekend. Een deel 'doet de was de deur uit', en schakelt voor de administratie een externe boekhouder of accountant in. Die is er mogelijk wél bekend mee.

Grootbedrijf: bekend met SBR, maar twijfels aan het nut

Van de grote bedrijven gebruiken er twee SBR. Eén ervan heeft geïnvesteerd in XBRL, maar heeft twijfels aan het praktisch nut ervan. Bij het derde bedrijf is SBR bekend, maar wordt het niet toegepast: "ik zie het voordeel ervan niet".

Risico's meestal gerapporteerd, maar niet altijd uit eigen beweging

De meeste bedrijven, waaronder alle grote en middelgrote bedrijven, leveren de bank of andere financier uit eigen beweging informatie over risico's ten behoeve van financieringsaanvragen. Enkele kleine ondernemers wachten af of de bank er om vraagt. Middelgrote bedrijven en bedrijven die financiering zoeken voor een grotere investering geven in onderstaande textbox antwoorden:

"Wij hebben (voor het te financieren project) een bidbook aangeboden waarin ook de verwachte risico's van het project waren opgenomen, en de eventuele gevolgen voor het eigen vermogen" (groot bedrijf)
"De financier die wij op het oog hebben krijgt van ons investeringsvoorstellen met alles erop en eraan, dus inclusief inzicht in de risico's van het project" (middelgroot industriebedrijf)
"Wij rapporteren bij onze financieringsaanvraag de bedrijfs- en vermogensrisico's" (kleine horecaondernemer).
"Wij presenteren bij een financieringsaanvraag de verwachte risico's, inclusief een <i>worst case scenario</i> " (middelgroot industriebedrijf)

Minder mogelijkheden voor internationaal bankieren

Bij een internationaal actief grootbedrijf is bieden van mogelijkheden voor internationaal betalingsverkeer een belangrijk criterium voor het selecteren van een bank. Hier merkt men dat die mogelijkheden de laatste tijd zijn verminderd, en dat is nadelig voor het bedrijf, dat veel internationale overboekingen doet.

3.5 Advies

Externe boekhouder / accountant vaak financieel adviseur MKB

Bij kleine bedrijven is de externe boekhouder / accountant in een aantal gevallen de adviseur in financieringszaken die tevens zorgt voor de benodigde stukken. Daar zitten ook risico's aan vast als hij fouten maakt. In één geval liet de externe boekhouder een administratieve puinhoop achter die de onderneming op de rand van faillissement bracht (al speelde de na de kredietcrisis ingezakte markt daarbij ook een grote rol). In een ander geval liet de boekhouder na een omzetting van VOF naar BV afdoende met de bank te regelen, met grote gevolgen voor de liquiditeitspositie van het bedrijf.

Eén middelgroot bedrijf heeft voor een lening een adviseur / tussenpersoon ingeschakeld met de opdracht zowel de eigen huisbank als andere banken offerte te vragen. Motief: "er is nòch bij de directie, nòch bij de financiële afdeling voldoende financieringskennis aanwezig". De desbetreffende tussenpersoon is afkomstig uit de financiële sector.

Grote bedrijven maken geen gebruik van externe adviseurs met als belangrijkste argument dat de benodigde kennis van financiering intern in voldoende mate aanwezig is.

Casus: bank en accountant interpreteren cijfers verschillend

De eigenaar van een horeca-etablisement zoekt financiering voor een tweede zaak, maar de accountmanager van zijn bank interpreteert de voorgelegde financiële rapportage anders dan zijn eigen accountant. In het belang van zijn slaagkans probeert hij het meningsverschil tussen beide te overbruggen. De ondernemer slaagt hierin niet en geeft aan zelf onvoldoende financiële kennis te hebben om de vrij technische verschillen van inzicht op te lossen. Hij kan gelukkig voor financieel advies een beroep doen op zijn informele investeerder, familie van een vriend. Dat is iemand die deze kennis wel heeft, en deze zoekt met hem een heel andere oplossing: hij leent hemzelf geld.

4 Banken en hun voorwaarden

4.1 Algemeen

'Geen krediet voor ondernemingen in branche X'

Een in de gevoerde gesprekken met ondernemers en financieel managers regelmatig terugkerend thema is dat banken bij de kredietverlening aan kleine en middelgrote bedrijven uitgaan van algemene en dus starre richtlijnen, in plaats van 'maatwerk' te leveren. Die richtlijnen komen doorgaans van het hoofdkantoor of een centrale stafafdeling. Zo'n richtlijn is bijvoorbeeld 'geen krediet' of 'geen krediet, tenzij.....' voor ondernemingen in branche X. En voor branche X kan op basis van geluiden uit de interviews in elk geval worden ingevuld: horeca, bouw, en drukkerijen.

Contactpersoon is niet de beslisser (en kan ineens vertrokken zijn)

De accountmanager van de bank waarmee men contact heeft is doorgaans niet het probleem, maar die heeft zich te houden aan een richtlijn, of moet de uiteindelijke beslissing over de kredietverlening overlaten aan een hoger échelon. In een aantal gevallen bleek de accountmanager ineens vertrokken of vervangen, kennelijk zonder een goede overdracht van dossiers aan een opvolger, met inbegrip van gemaakte afspraken. Een voorbeeld is de casus 'Een tweede restaurant' in hoofdstuk 2.

Banken zijn terughoudend en willen 100% zekerheid

Zowel van grote als van kleinere ondernemingen komen duidelijke signalen dat banken elke financieringsaanvraag onder een vergrootglas leggen, voorheen moeiteloos verstrekte leningen afwijzen of alleen nog na lange en 'stropiger' procedures verstrekken, en 100% zekerheid vragen, of zelfs meer dan 100%. Daarbij is ook voor grote bedrijven vaak niet duidelijk welke criteria banken hanteren voor al dan niet toekennen van een financieringsaanvraag.

Ook bij grote bedrijven signaleert men dat bij banken moeilijker aan financiering is te komen, en dat dit negatieve gevolgen heeft voor bedrijven. Volgens één van de vertegenwoordigers van het grootbedrijf met wie is gesproken krijgen alle bedrijven het zwaarder bij hun financiering, maar zal met name het MKB door de veranderde opstelling van banken problemen gaan ondervinden. Een ander weet nog niet of hij de gevraagde financiering gaat krijgen, en signaleert een toegenomen regeldruk bij banken, en dus een afgenomen flexibiliteit: "banken twijfelen erg, en vragen (daarom) een overdosis aan gegevens".

4.2 Ervaringen van bedrijven met financiering

In onderstaande textbox zijn de ervaringen van de geïnterviewde bedrijven met voorwaarden die banken stellen bij financiering weergegeven.

De directie van een softwarebedrijf heeft financiering gezocht voor uitkoop van een van de aandeelhouders. Die is zonder probleem verstrekt. De branche en de resultaten van het bedrijf waren hiervoor ook geen beletsel.

Een drukkerij met diepe historische wortels heeft al decennia een goede relatie met zijn huisbank. Tot de kredietcrisis is het resultaat jaar op jaar positief. Als het bedrijf in 2009 wankelt door die crisis draait de bank om als een blad aan de boom: gedwongen herfinanciering van het pakket en weigering om

<p>een noodzakelijke vervangingsinvestering te financieren. Verhoging van de limiet voor het doorlopend krediet is niet mogelijk. Een andere bank staat die hogere limiet wèl toe, en het bedrijf brengt zijn doorlopend krediet daar dus onder. De reactie van de huisbank is verhoging van de risicotoeslag op de rente. Toelichting van de bank: dit moet de gemiste rente-inkomsten van het doorlopend krediet compenseren.</p>
<p>Meerdere banken weigeren overbruggingsfinanciering van de aanloopfase van nieuwe projecten bij een specialist in verpakkingssystemen, en remmen daarmee de groei van een bedrijf dat concurreert op een wereldmarkt met aanzienlijke groeipotentie.</p>
<p>De huisbank van een jong groeibedrijf op het gebied van gespecialiseerd watertransport draait met de deelfinanciering voor nieuwe vaartuigen. Van buitenlandse banken zijn er toezeggingen voor het leeuwendeel van de financiering, maar uitblijven van een beslissing van de huisbank zorgt voor vertraging die het bedrijf geld en goodwill kan gaan kosten.</p>
<p>Een jong bouwbedrijf heeft bij de start veel moeite moeten doen om uiteindelijk een lening van minder dan een microkrediet te krijgen. Door de crisis is de omzet met 70% gedaald, en is 'overleven' voorlopig de enige doelstelling. De contactpersoon bij de bank is coöperatief en geeft nuttige tips, maar hij beslist <i>niet</i> over de kredietverlening.</p>
<p>De vennoten van een jong groeibedrijf in de dienstverlening hebben vlot een lening van hun huisbank gekregen. Het ging om een bedrag ter grootte van een microkrediet. De financiering van de groei komt uit intern eigen vermogen. Ze hebben een lening nog overwogen, maar daar van afgezien omdat ze in de huidige markt (qua voorwaarden) geen enkele kans denken te maken die te krijgen. De contactpersoon bij de bank is overigens op hun verzoek vervangen: hij had een 'negen-tot-vijf mentaliteit', en zij wilden met het oog op groeikansen juist snel knopen kunnen doorhakken.</p>
<p>Een kleine restauranteigenaar beoordeelt zijn onderhandelingen met de bank als stroperig en bureaucratisch. Die is vooral uit op elimineren van ieder risico, en: "als je winst maakt zijn ze je vriend, maar als het wat minder gaat veren ze niet méé". Hij voelt zich beter thuis bij zijn informele investeerder, die niet alleen geldverschaffer is, maar ook klankbord bij het ondernemen.</p>
<p>De ondernemer-uitvinder van een klein industriebedrijf in schoonmaakproducten had een goed contact met 'zijn' accountmanager bij de bank. Die zag de potentie van zijn octrooi, maar de superieuren van de accountmanager wilden de stekker er bij zijn bedrijf uittrekken. Als hij zijn VOF na vertrek van zijn medevenoot omzet naar BV laat zijn accountant na dit te melden bij de bank. Die reageert met onmiddellijke opzegging van het rekening courantkrediet, hoewel hij altijd op tijd de rente heeft betaald en zijn als onderpand dienende privéwoning een royale overwaarde heeft. Als hij voor zijn nieuwe BV een rekening opent doet de bank de toezegging dat op de oude VOF-rekening binnenkomende betalingen zullen worden overgeboekt naar de BV-rekening. Maar dat gebeurt vervolgens niet, en de toegang tot de oude VOF-rekening wordt geblokkeerd, zodat hij niet meer kan beschikken over het tot enkele tienduizenden euro's aangroeiende saldo.</p>
<p>Een horecaondernemer krijgt onomwonden van zijn huisbank te horen dat zij afwillen van hun horecaportefeuille. De accountmanager is weg, en er is nog geen vervanger. Overleg over plannen voor de toekomst en financiering daarvan blijft liggen. Een overbruggingskrediet met voldoende borg wordt om onduidelijke redenen geweigerd. Hij heeft inmiddels contact gelegd met de Europese Horeca Financieringsmaatschappij.</p>

<p>De recreatieondernemer van de casus 'face-lift voor een recreatieonderneming' (hoofdstuk 2) blijft bij zijn huisbank na een gunstig aanbod voor financiering van de geplande transformatie, maar neemt zich op grond van de opgedane ervaring wèl voor in de toekomst meer te gaan 'shoppen' voor financiering.</p>
<p>De bank van een watertransportonderneming legt het bedrijf in 2009 eenzijdig een enkele tonnen verlaagde kredietlimiet op. Reden: zij benutten dit deel van het contract niet. Een jaar later zorgt de combinatie van kredietcrisis en een incidentele tegenslag voor krappe liquiditeit, en dus behoefte aan ruimere creditering. De bank is echter niet bereid de limiet alsnog weer te verhogen. Tot financiering van het innovatieve nieuwe concept van het bedrijf (zie de casus 'nieuw concept van een bevrachtingbedrijf' in hoofdstuk 2) is de bank evenmin bereid. Die blijft niettemin huisbank door de bruikbare software.</p>
<p>De bank van een klein softwarebedrijf weigert een doorlopend krediet, vooral bestemd voor overbrugging van liquiditeitskrapte voortvloeiend uit het verdienmodel van het bedrijf: achteraf te betalen abonnementskosten voor geïnstalleerde software. Ook later betalen door klanten sinds de kredietcrisis speelt een rol. De beslissing van de bank kan te maken hebben met een door de vennoten aan het eigen bedrijf verstrekte lening: die werd gezien als vreemd vermogen. Via omzetting van die lening in cumulatief preferente aandelen is daarna het eigen vermogen 'verbeterd'.</p>
<p>Een middelgrote producent van een speciaal type installaties heeft een uniek product en een sterke marktpositie, maar door overnames in het verleden weinig eigen vermogen. De kredietcrisis raakt de afzetmarkt van het bedrijf hard, de orderportefeuille krimpt, en er ontstaat groot gebrek aan liquiditeit. Een forse lening van een regionale ontwikkelingsmaatschappij, aangevuld met een overheidsgarantie en op basis daarvan een deel banklening zorgt financieel voor lucht. De sterke positie op de afzetmarkt waarborgt terugbetaling. Vervolgens legt een wereldwijd actieve multinational, die een van de grootste afnemers is, eenzijdig een betalingstermijn op van 120 dagen, ook voor betaling van de werknemers die het bedrijf voor installatie en onderhoud bij deze klant detacheert. Dat leidt opnieuw tot liquiditeitstekorten, waarvoor de huisbank een overbruggingskrediet biedt. Ook privébezittingen van de eigenaars van de BV worden als onderpand gevraagd. De huisbank krijgt van het management niettemin een dikke voldoende voor meedenken en adviezen bij de financiële problemen. Zelfstandig voortbestaan van het familiebedrijf is uiteindelijk echter financieel niet meer haalbaar, en een privé-investeerder neemt het over. Dankzij diens kapitaalinjectie kan het in de kern gezonde bedrijf wèl weer aan groei denken.</p>
<p>Een bedrijf in de persoonlijke dienstverlening gaat tijdens de kredietcrisis van start, als nieuw project van een ervaren ondernemer. Hij heeft de markt goed ingeschat, want het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening is vanaf het begin positief. De benodigde financiën komen uit intern eigen vermogen. Als er een lening moet worden afgesloten vraagt hij bij drie verschillende banken offerte. De huisbank wint, maar een volgende keer gaat hij weer shoppen: "je moet ze wèl scherp houden". Hij heeft plannen voor uitbreiding, en onderhandelt daarover met een participatiemaatschappij. Het initiatief daartoe komt overigens van die participatiemaatschappij.</p>

4.3 Oordeel kredietvoorwaarden

Deze paragraaf gaat uitsluitend over eventuele *wijzigingen* van kredietvoorwaarden van banken en de vraag of die voorwaarden *duidelijk* zijn. Het oordeel van bedrijven die financiering zoeken over de kredietverlening zelf komt elders aan de orde.

Het beeld van in (voor de klant) ongunstige zin gewijzigde bankvoorwaarden uit de enquête komt niet terug in de interviews: één van de geïnterviewden meldt renteverhoging en gedwongen herfinanciering op mindere voorwaarden, na een jaar met slechte resultaten. Een tweede noemt scherpere solvabiliteitseisen. Maar bij alle overige zijn de voorwaarden voor *lopende* financieringen onveranderd.

De voorwaarden zijn naar het oordeel van de meeste geïnterviewden ook voldoende duidelijk, al impliceert dat uitdrukkelijk geen instemming. Slechts één heeft kritiek op de duidelijkheid: de voorwaarden (van zijn Nederlandse bank) waren in het Engels, en ook afgezien daarvan minder duidelijk dan die van de huidige huisbank.

4.4 Ketenfinanciering

Bij de in deze rapportage behandelde bedrijven is ketenfinanciering meestal niet aan de orde. De belangrijkste reden is, dat de gevraagde bedragen zich daarvoor niet lenen. Eén bedrijf probeert wel voor hetzelfde (grote) project financiering aan te trekken bij meerdere banken, waaronder twee buitenlandse. Een ander heeft buitenlandse banken benaderd, maar stuit op een blokkade van zijn (Nederlandse) huisbank die niet accepteert dat effecten als zekerheidsstelling voor de af te sluiten lening gegeven worden.

5 Alternatieve vormen van financiering

Financiering bij de 15 geïnterviewde bedrijven

De 15 kleine en middelgrote bedrijven zijn als volgt verdeeld:

– Uitsluitend EV (privé, evt. familie) en bankfinanciering	6
– EV en bankfinanciering, maar bereid tot alternatieven	4
– Informal investor	3
– Equity, participatiemaatschappij	2

De zes bedrijven die behalve op de bank uitsluitend een beroep (willen) doen op intern eigen vermogen en eventueel geld van familie of vrienden zijn overwegend te vinden in het kleinbedrijf.

Vier andere bedrijven, zowel klein als middelgroot, gebruiken momenteel EV en bankfinanciering, maar zijn met het oog op plannen voor investeringen en uitbreiding wél bereid een beroep te doen op extern eigen vermogen van een participatiemaatschappij of venture capitalist. Die bereidheid varieert van 'eventueel' tot al in (nog vrijblijvend) gesprek.

Bij drie bedrijven is een informal investor betrokken: twee kleine, en een middelgroot bedrijf.

De resterende twee bedrijven zijn middelgroot en respectievelijk beursgenoteerd, en met een meerderheidsaandeel van een hedgefonds.

Van de drie grote bedrijven heeft één wel kennis van, maar geen ervaring met alternatieve vormen van financiering. Een tweede heeft aandeelhouders achter de hand die voor financiering zouden kunnen zorgen in geval de bank de gevraagde lening weigert. Het derde bedrijf kan door een stabiele winst goedkoop aan financiering komen, en denkt aan inhouden van dividendbetaling als alternatieve financiering.

Weerstand tegen inleveren zeggenschap en zelfstandigheid

Financiering via de bank heeft de voorkeur bij veel kleine en middelgrote bedrijven. Met name familiebedrijven en VOF-partners zoeken géén *extern* eigen vermogen omdat vreemde vermogensverschaffers dan ook zeggenschap krijgen. Zij hebben een duidelijke voorkeur voor intern eigen vermogen. Leningen van familie of uit andere informele bron (vrienden, relaties) zijn een aantrekkelijk alternatief voor bankkrediet, ook omdat in dat geval vaak meer flexibiliteit mogelijk is. Bijvoorbeeld op momenten dat de liquiditeit krap is uitstel kunnen vragen van betaling of aflossing. Ook zijn voor (verwachte) liquiditeitstekorten creatieve oplossingen bedacht zoals financiering door een bevriende ondernemer van voorraden in ruil voor overdracht van de debiteurenportefeuille: een soort 'omgekeerde factoring'.

Nadenken over alternatieve financiering

Nadenken over alternatieve financiering als het niet (meer) lukt bij de bank gebeurt vooral als er een aanleiding of noodzaak is. Bij veel kleine bedrijven heeft men er om die reden nooit over nagedacht: als de bank niet over de brug komt probeert men het 'informeel' zoals bij familie, en als men daar ook niet slaagt worden de plannen waarvoor financiering nodig is bij- of uitgesteld. Inleveren van zeggenschap als 'prijs' van extra financiering speelt een rol, zoals in de vorige alinea al genoemd. Twee vennoten met een snel groeiend bedrijf in de dienstverlening zagen aanvankelijk een markt voor minstens het tienvoudige van de

huidige omvang. Zij hebben hun ambities echter drastisch teruggebracht toen dat alleen haalbaar bleek met extern eigen vermogen, en met de verschaffer daarvan als derde kapitein op hun schip. Het besef dat de organisatie van hun snel gegroeide bedrijf eveneens een grote beurt kon gebruiken speelde daarbij overigens mee.

Bedrijfs grootte speelt een rol

Bij middelgrote bedrijven heeft men doorgaans wel nagedacht over alternatieve financiering. Dat wil echter niet zeggen dat die optie ook wordt ingezet als de bank niet thuis geeft. De eerder genoemde drukkerij (zie hoofdstuk 2, casus 'Een nieuwe machine') heeft behalve banken ook vergeefs participatiemaatschappijen en informal investors proberen te interesseren. De participatiemaatschappij kwam terug met een uitgewerkt plan om het hele bedrijf zo profijtelijk mogelijk te liquideren, terwijl dit bedrijf inmiddels herstel liet zien na de kredietcrisis.

Bij een middelgroot softwarebedrijf onder leiding van een aantal DGA's speelt de keus financiering voor zeggenschap. Maar hier neigen de eigenaren naar prioriteit voor groei, in casu een vestiging voor het bewerken van de markt in de VS. Zij zijn mede met het oog daarop al in gesprek met venture capitalists.

De middelgrote specialist in verpakkingssystemen van de casus 'Voorfinanciering grote projecten' (zie hoofdstuk 2) heeft zelf een hedgefonds als grootaandeelhouder, en overweegt iedere mogelijke optie om aan financiering te komen. Gebrek aan voldoende schaal grootte is zijn voornaamste handicap.

Het eveneens middelgrote bevrachtingsbedrijf met een nieuw concept waarvoor men financiering zoekt (zie de casus 'nieuw concept van een bevrachtingsbedrijf' in hoofdstuk 2) heeft het eigen vermogen al vergroot via een aandelenemissie. Problemen met het verkrijgen van bankfinanciering doen de directie momenteel omkijken naar andere financieringsmogelijkheden. Daarbij wordt gedacht aan een aparte BV die ondanks de wens van de DGA om het bedrijf in de familie te willen houden mogelijk wel extern eigen vermogen zou kunnen aantrekken.

Een horecaondernemer is als franchisenemer ondersteund door zijn franchisegever met soepele leveringsvoorwaarden toen de verbouwing van zijn tweede zaak meer tijd kostte dan aanvankelijk gepland. Goede resultaten van de eerste zaak bezorgden hem hierbij de nodige goodwill.

Informal investors favoriet bij kleine bedrijven

Bij kleinere bedrijven die alternatieve financieringsmogelijkheden hebben overwogen (afgezien van familie en dergelijke) staan informal investors er bij de geïnterviewden het best op. Die brengen als het goed is kennis van ondernemerschap en de branche mee, en beschikken liefst ook over een netwerk van contacten waarvan het bedrijf kan meeprofitieren. Maar allereerst moet het 'klikken' tussen informal investors en de zittende eigenaars.

6 Korte samenvatting en conclusies

Op basis van de 18 interviews zijn een aantal conclusies te trekken. Deze conclusies zijn getrokken op onderwerpen die in de interviews een belangrijke rol speelden.

Rol zekerheden

Banken zijn volgens de geïnterviewden geneigd een overmaat aan zekerheden te vragen, inclusief privébezittingen van DGA's.

Rol branche

Banken beoordelen kredietaanvragen van kleine bedrijven aan de hand van algemene criteria zoals 'de branche'. Als die in hun ogen een bovengemiddeld risico oplevert volgt een weigering, waarbij de kenmerken van het individuele bedrijf nauwelijks worden meegewogen. Niet kijken naar de individuele aanvrager bedreigt soms het voortbestaan en ontwikkeling van in de kern gezonde bedrijven.

Rol standaardprocedures en SBR

Standaardprocedures voor het evalueren van financieringsmogelijkheden zijn niet aangetroffen. De noodzaak van 'maatwerk' per geval, en bij MKB-bedrijven ook het feit dat het (financierings)vraagstuk niet dagelijks speelt zijn genoemde redenen. Standaard Bedrijfs Rapportages (SBR) worden nog beperkt gebruikt. Het MKB is er vaak niet van op de hoogte, en bij grote bedrijven is er scepsis over het nut.

Rol alternatieven voor bankfinanciering

Bedrijven die van de bank geen financiering krijgen gaan op zoek naar alternatieven. Kleinere bedrijven vinden die vaak bij familie, vrienden en (andere) informal investors. Als er een klik is tussen informal investor en ondernemer zijn de laatste hierover opvallend positief. Zij ervaren dat die informal investor "mee-onderneemt".

'Special purpose banken' zijn ook een alternatief: enkele bedrijven zijn daar geslaagd. Over de bestaande kennis op hun gebied zijn bedrijven goed te spreken. Ook hier zorgt de "klik" op branchegebied tussen ondernemer en accountmanager voor positieve beoordelingen.

Rol accountmanager bank

Bedrijven signaleren verloop bij accountmanagers van banken, en in een aantal gevallen een tekortschietende overdracht van dossiers, kennis en gemaakte afspraken. Accountmanagers lijken daarnaast slechts beperkt ruimte te hebben voor eigen afwegingen en beslissingen.

B. Vraagzijde - financiering kleine bedrijven

108 Deze notitie is opgesteld door het ministerie van Economische zaken, Landbouw & Innovatie (EL&I). Achtergrond is de aanbeveling uit de Taskforce Kredietverlening ten aanzien van de ondersteuning van kleine bedrijven bij hun financieringsaanvraag. De minister van EL&I heeft toegezegd alle aanbevelingen van de Taskforce waaronder deze mee te nemen in het onderzoek. Daarom wordt hierna kort weergegeven:

- de recente informatie over de mogelijkheden van kleine bedrijven om financiering te verkrijgen;
- theoretische en praktische factoren en ontwikkelingen die van invloed zijn op de financiering van kleine bedrijven;
- welke voorlopige conclusies daaruit getrokken kunnen worden;
- welke initiatieven recent zijn genomen om de financiering van kleine bedrijven te ondersteunen;
- welke gedachten leven ten aanzien van aanvullende acties.

B.1. De financierbaarheid van kleine ondernemingen en voor kleine bedragen

109 De EIM financieringsmonitor 2011 geeft aan dat kleine bedrijven er aanzienlijk minder vaak in slagen financiering te krijgen dan middelgrote en grote bedrijven: ruim 40% van de aanvragen wordt geheel of gedeeltelijk afgewezen, tegen 30% bij middelgrote, en 14% bij grote bedrijven. De solvabiliteit van de aanvrager speelt nauwelijks een rol bij beslissingen van de financier om het gevraagde bedrag niet of slechts gedeeltelijk te geven.

Heeft men de gezochte financiering aan kunnen trekken?

	Gekregen of niet			Aantal bedrijven: 313
	Ja	Deels	Nee	totaal
KB	57%	23%	21%	100%
MB	70%	17%	13%	100%
GB	86%	13%	1%	100%

Bron: EIM, 2011

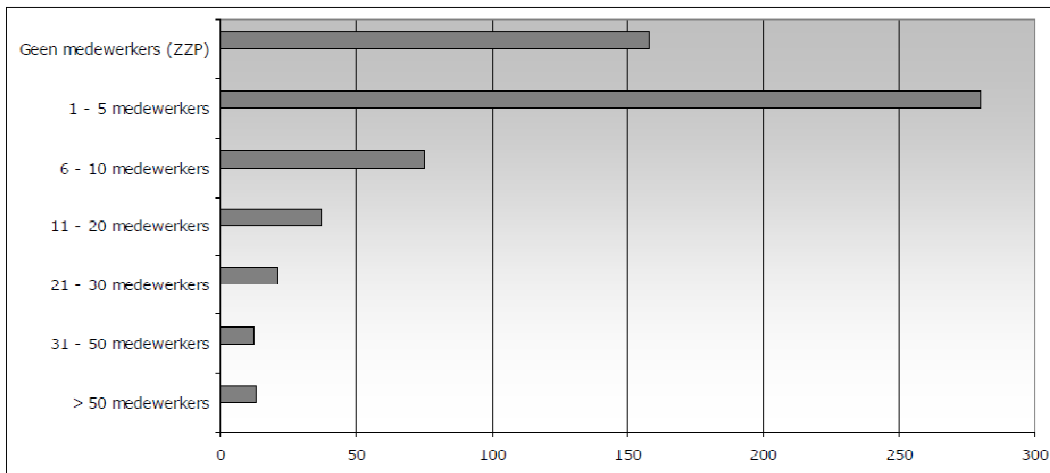
110 Meer dan de helft van de bedrijven die de gezochte lening niet of maar ten dele hebben gekregen noemt de risico-inschatting van de bank als reden daarvoor. Gebrek aan interesse bij mogelijke financiers is een tweede reden. Een kwart van de bedrijven die in de komende 12 maanden financiering denken te gaan zoeken verwacht het gewenste bedrag niet of niet volledig aan te kunnen trekken. Ruim een kwart van de kleine bedrijven met behoefte aan financiering verwacht die niet te kunnen krijgen. Van de jonge bedrijven met die behoefte is dit zelfs bijna de helft.

B.1.1. Ondernemerskredietdesk

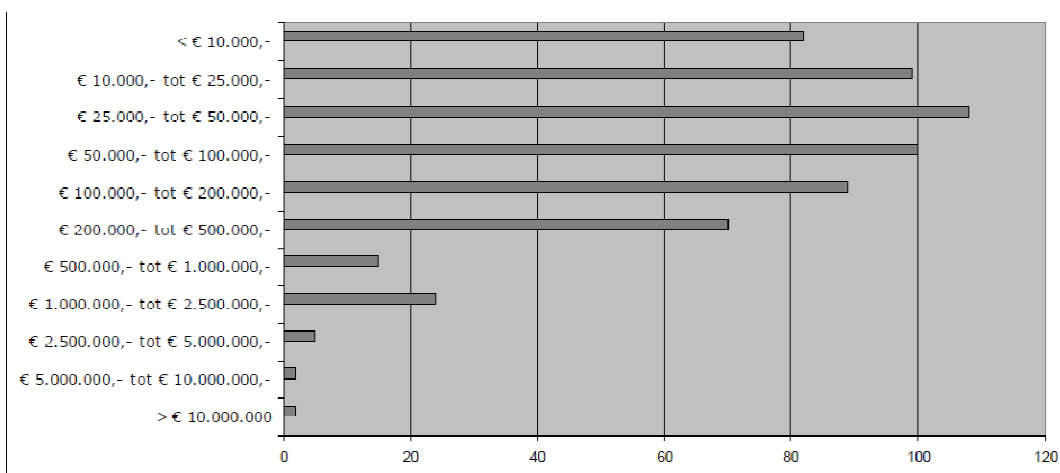
111 Met financiële ondersteuning van het toenmalige ministerie van Economische Zaken hebben MKB-Nederland, VNO-NCW en de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) in 2009 gezamenlijk de Ondernemerskredietdesk (OKD) opgericht. Bij deze (web)desk kunnen ondernemers vragen stellen over kredietverlening en problemen bij het verkrijgen van krediet worden gemeld. Specifieke vragen en klachten van ondernemers over kredietverlening door banken worden doorgeleid voor een antwoord en afhandeling. Door de OKD kan beter zicht worden verkregen op de aard van de problematiek. Bij de OKD zijn in één jaar tijd 582 meldingen en 678 vragen binnengekomen. Met name in het begin kwamen meer klachten dan vragen via de (web)desk binnen. Bij

zowel de vragen als de klachten is te zien dat hoofdzakelijk het MKB gebruik maakte van de OKD. In relatieve termen is het grootbedrijf mogelijk oververtegenwoordigd. Exacte gegevens hierover zijn op dit moment niet beschikbaar.

Omvang bedrijf



Hoogte benodigd krediet



Bron: rapportage Ondernemerskredietdesk 2010

- 112 Er kwamen veel vragen binnen van ondernemers over hoe zij een kredietaanvraag bij banken moesten indienen. Hieruit heeft de Taskforce Kredietverlening geconcludeerd dat er duidelijk behoefte is bij ondernemers aan informatie over eisen van banken aan ondernemers bij een kredietaanvraag. Eveneens werd duidelijk dat er een behoefte is (bij m.n. kleinere ondernemers) aan begeleiding in het kredietverleningsproces.
- 113 De Taskforce Kredietverlening heeft de banken in 2010 verzocht op basis van een steekproef uit de binnengekomen klachten nader onderzoek te verrichten naar de problematiek. Op basis van dit onderzoek naar de klachten kwam een drietal problemen naar voren:
1. Bij ruim een derde van de klachten had de betreffende onderneming geen goede vooruitzichten (meer) waardoor de bank besloot het gevraagde krediet niet te verlenen of het bestaande krediet in te perken;
 2. In ook ongeveer een derde van de gevallen was de door de ondernemer aangeleverde informatie onvoldoende om een positieve beslissing te kunnen nemen;

3. In de overige gevallen kon de ondernemer bijvoorbeeld niet aan zijn verplichtingen voldoen, had de aanvrager onvoldoende ervaring of had de bank een offerte uitgebracht waar de klant niet op in wilde gaan.

114 Deze drie redenen komen ook naar voren uit onderzoek van klachten die bij de banken zelf zijn binnengekomen.

B.2. Knelpunten in vermogensverschaffing aan kleine bedrijven en voor kleine bedragen

115 Kleine (zowel startende als bestaande) ondernemingen ondervinden traditioneel grotere problemen bij het aantrekken van financiering dan bestaande en/of grotere bedrijven. Hierbij spelen de hierna genoemde factoren een rol.

B.2.1. Transactiekosten

116 Voor financiële instellingen zijn transactiekosten doorgaans grotendeels onafhankelijk van de omvang van de kredietverlening. Dit is gelegen in de kredietbeoordelingsprocedures: deze zijn buiten de zeer grote kredietaanvragen doorgaans gelijk voor verschillende kredieten. Dit wordt mede veroorzaakt door de financiële- en risicomanagementeisen aan banken (de diverse Bazel-afspraken). Omdat de procedures vergelijkbaar zijn, zijn ook de transactiekosten in absolute zin gelijk. Hierdoor wegen deze kosten in relatieve zin veel zwaarder op kleine kredieten dan op grote kredieten. Ook de hogere verliesverwachting voor banken (op basis van de relatief hoge kosten van uitwinning van zekerheden) drukt relatief zwaarder op de portefeuille van MKB kredieten.

117 Om die reden zijn banken in hoge mate bezig om de efficiëntie van hun kredietverleningsproces aan het (kleinere) MKB te verhogen middels automatisering, meer gestroomlijnde autorisatieprocessen en standaardisering van bedrijfsrapportages (SBR). Deze ontwikkelingen duiden op een mogelijke verbetering voor de verstrekking van kleine kredieten, maar zullen tegelijkertijd tot minder maatwerk leiden. Tevens maakt de automatisering veelal gebruik van reeds aanwezige interne gegevens over het betaalgedrag van de klant en/of een verifieerbaar (historische) trackrecord, al dan niet op basis van cijfers die zijn geaggregeerd voor de hele bedrijfstak. Innovatieve en nieuwe bedrijven zonder representatief (financieel) trackrecord of betalingshistorie, zullen door de vergaande standaardisering van het kredietproces onverminderd moeilijk in het proces kunnen worden ingepast.

B.2.2. Informatieasymmetrie

118 Aanbieders van vermogen zijn hoofdzakelijk professioneel geleide financiële instellingen die hun rendementseis aanpassen aan het gepercipieerde risicoprofiel van het desbetreffende financieringsinstrument. Hierbij worden MKB ondernemingen veelal gekenmerkt door een beperkte beschikbaarheid van informatie. Deze asymmetrische informatie problemen veroorzaken extra zoekkosten en risico's voor de aanbieder van vermogen die vervolgens worden doorberekend aan de onderneming. Het aanbod van extern vermogen is beneden een bepaalde grens door deze informatieproblemen schaars en/of extra duur.

119 Inschatting van het risico van bedrijven (inclusief continuïteitsverwachtingen) door financiële instellingen geschiedt (mede) op basis van sectoranalyse, marktpositie, managementervaring, eigen inbreng/commitment, business plan en historisch trackrecord. Het bepalen van de continuïteit baseren financiële instellingen in belangrijke mate op het bewezen trackrecord van het bedrijf en/of de ervaring van de ondernemer. Voor zowel nieuwe ondernemers en bedrijven is het aantonen van dit trackrecord lastig, zo niet onmogelijk. Een nieuwe (jonge) onderneming heeft nog geen historisch financieel trackrecord ter onderbouwing van toekomstige kasstroomprojecties en een startende ondernemer beschikt nog niet over (bewezen) management kwaliteiten. Van innovatieve ondernemingen met specifieke technologieën is het ook veelal moeilijk risico's in te schatten. Het product of de uitvinding heeft niet eerder een commerciële toepassing gehad ('bewezen technologie') en daarmee ontbreekt het vaak aan een commercieel trackrecord voor innovatieve bedrijven.

120 Snel groeiende, innovatieve en startende bedrijven hebben daarnaast vaker dan gemiddeld een onzekere liquiditeitsbehoefte. Deze liquiditeitsbehoefte kan onverwacht toenemen, enerzijds doordat winstverwachtingen

tegenvallen of juist omdat de groei sneller gaat dan verwacht. Hierdoor hebben bedrijven behoefte aan extra liquiditeit om werkkapitaal te financieren.

- 121 Banken zijn daarnaast niet happig op het verstrekken van kleine kredieten als gevolg van de besloten structuur van MKB-bedrijven. De financieringsstructuur van de individuele MKB-er is veelal niet openbaar, minder transparant en weinig actueel. De jaarrekening is veelal te vormvrij en globaal van karakter, en bovendien een momentopname achteraf. Ook is de kleinere onderneming veel afhankelijker van slechts een of enkele personen; zodra de ondernemer wegvalt (persoonlijk risico), of zijn gedrag aanpast en meer dan wel verkeerde risico's neemt (moreel risico) zal dit vaak ook het einde van het bedrijf betekenen. Ook leidt het moeilijk verkrijgen van (extern) eigen vermogen voor het MKB ertoe dat banken te hoog geleveraged moeten financieren.
- 122 Kleine ondernemingen hebben zelf ten slotte in veel gevallen minder kennis van de markt dan grotere. Ook is de invulling van de financiële functie in het MKB vaak onder de maat. Niet alleen relevant in het proces van de kredietaanvraag, maar ook later bij het beheer en aanlevering van financiële gegevens, alsmede de monitoring van de gang van zaken.

B.2.3. Zekerheden

- 123 Zekerheden kunnen dienen als onderpand voor een kredietverlener. Door onderpand (zekerheid) wordt de omvang van het risico van de kredietverlening verminderd, waardoor de hiervoor beschreven effecten kunnen worden verminderd. Bij personen met een laag inkomen en/of vermogen zijn zekerheden vaak echter niet aanwezig. Hierdoor kan er geen beperking van het risico plaatsvinden.

B.2.4. Minder concurrentie bij kleine ondernemingen

- 124 In een rapport van de NMA werd in 2009 opgemerkt dat de overstapmogelijkheden voor bedrijven beperkt zijn doordat betaalrekeningen vaak aan uitstaande kredieten zijn verbonden. Het wijzigen van de betaalrekening is voor het MKB met een grote en vaste klantenkring wellicht een groot obstakel om eenvoudig van bank te wisselen.

B.2.5. Verminderen van de financieringsbehoefte

- 125 Grote bedrijven hebben vanaf het begin van de crisis hun cashmanagement ingrijpend aangepakt. Uit onderzoek blijkt dat de grote beursgenoteerde bedrijven gemiddeld meer liquide middelen hebben dan korte schulden. Gedeeltelijk is dit ten koste gegaan van minder sterke bedrijven in de keten, vooral het MKB.
- 126 Daarmee hebben de grote(re) bedrijven hun afhankelijkheid van banken sterk verminderd. Bij het grootbedrijf is de expertise aanwezig om de kredietbehoefte op deze wijze te beperken, bij het kleinbedrijf en ook bij de meeste van hun adviseurs is die kennis niet voorhanden.

B.3. Conclusies

- 127 Uit het voorgaande kan een aantal conclusies getrokken worden:
- kleine financieringen aan kleine bedrijven zijn structureel minder aantrekkelijk voor financiers als gevolg van factoren als relatief hoge transactiekosten, geringere transparantie, gemiddeld mindere kwaliteit cijfers en minder zekerheden;
 - onder de huidige omstandigheden verergert dit probleem. Financiers moeten selectiever zijn, in ieder geval gedurende enkele jaren tot hun financiële positie weer voldoende aangesterkt is;
 - financiers zullen daarom kritischer worden: slecht voorbereide aanvragen zullen sneller stranden dan in het verleden;
 - door bij de aanvragen zo goed mogelijk aan te sluiten op de bedrijfsprocessen bij financiers – dat wil zeggen door de toegeleverde informatie goed af te stemmen op de vraag van de financier - kunnen transactiekosten verlaagd worden en komt een grotere hoeveelheid bedrijven voor financiering in aanmerking;
 - beter cashmanagement kan de financieringsbehoefte reduceren;
 - er is daarom dringend behoefte aan meer aandacht en professionaliteit bij financieringsstrategie en -aanvraag en bij de daarop volgende relatie met de financier in de beheersfase;

- g) bij veel, met name kleinere bedrijven en hun huidige adviseurs is die professionaliteit nog onvoldoende voorhanden.

B.4. Initiatieven

128 De afgelopen periode is een aantal initiatieven van start gegaan of nog in ontwikkeling, die dit probleem adresseren. In de markt waren voor de crisis al enkele adviseurs aanwezig die bedrijven ondersteunden bij:

- a) Microfinanciering (kredieten tot € 35.000). Begin 2009 is de uitvoering van het beleid gericht op 2 aspecten:
 - Advies voor de start (o.a. hulp bij schrijven van een ondernemersplan en doorverwijzing naar een kredietinstantie, als krediet nodig is) en coaching na de start. Coaching en advisering van aspirant ondernemers om te bepalen of een financieringsaanvraag zinvol is, deze optimaal voor te bereiden en begeleiding na de start. Daarbij wordt geheel aangesloten bij lokale initiatieven (Microfinanciering Ondernemerspunten) en vrijwillige of door de klant zelf betaalde coaching. Daarvoor zijn best practices ontwikkeld en een infrastructuur opgezet. Momenteel werkt eigenbaas.nl (stichting gesubsidieerd door het Rijk) aan verdere professionalisering van deze initiatieven;
 - Kredietverlening via een gespecialiseerde instelling (Qredits) aan (aspirant) ondernemers met voldoende ondernemerskwaliteiten, die geen bancaire financiering kunnen vinden. Qredits dient kostendekkend te werken en slaagt daar toe nu toe ook in. De opstartkosten zijn afkomstig van banken en overheid en de initiële funding geschiedt door het ministerie van EL&I en de vervolgfunding door banken met een stimulans van EL&I. Verwacht wordt dat in 2011 circa 1250 kredieten verleend worden met een gemiddelde omvang van bijna € 20.000.
- b) Ondernemers Klankbord (OKB). Deze organisatie levert vrijwillige coaches (ex ondernemers), onder meer aan kleine bedrijven die knelpunten ondervinden bij hun financiering.
- c) Standard Business Reporting (SBR) is een methode waardoor ondernemers eenvoudig eenduidige gegevens uit hun eigen administratie kunnen (her)gebruiken en minder werk hebben aan het maken en aanleveren van verplichte financiële rapportages, aan overheden en ook banken. Zo kan de Belastingdienst grootschalig OB en VPB aangiftes ontvangen op gestandaardiseerde wijze. Ook banken kiezen voor de SBR aanpak. De basis is de Nederlandse Taxonomie, gebaseerd op een internationale standaardtaal XBRL. Doel van de banken is om voortaan het grootste deel van de jaarcijfers digitaal te ontvangen. Voor de banken is het mogelijk via een financieel intermediair van de ondernemer kredietrapportages digitaal te ontvangen. Dit maakt de aanlevering voor de ondernemer een stuk eenvoudiger en zekerder. Het zorgt er bovendien voor dat de bank de kredietaanvraag beter kan beoordelen. ING belooft in het kader van een pilot al dat ze de kredietaanvraag ook sneller beoordelen. Diverse pilots lopen inmiddels; er moet nu draagvlak worden verworven bij bedrijven en accountants.
- d) Ondernemerskredietdesk. Dit is een website, opgezet door MKB Nederland, VNO-NCW en NVB, met steun van het ministerie van EL&I. De bedoeling is dat deze site uitgroeit tot een centraal informatiepunt voor iedere ondernemer die vragen over financiering heeft.
- e) CCQ. Deze organisatie, die een startsubsidie van EL&I heeft ontvangen, ondersteunt bedrijven bij hun kredietaanvraag vanaf € 100.000,- vergelijkbaar met bemiddelaars als “De Hypotheker” in de hypotheekmarkt.
- f) Borgstellingen. EL&I heeft vanouds reeds een borgstellingsregeling voor het MKB (BMKB), waarbij in het kader van de crisis het garantiepercentage voor leningen tot € 250.000 verhoogd is. De opzet van de borgstellingsregeling maakt dat niet alle knelpunten voor kleine kredieten kunnen worden aangepakt. De door de overheid geïntroduceerde garantiemaatregelen hebben tot doel de kredietverstrekking te verruimen. Bedrijven met goede ondernemingsplannen, management en een goed track record dienen zo toegang te behouden tot bancaire financiering. Dit wel in aanmerking nemend dat de vermogenskosten zijn gestegen in de nieuwe economische situatie. Aan ondernemingen die in de kern ongezond zijn en/of een te hoog risicoprofiel hebben wordt echter door banken geen geld geleend. Dit zorgt ervoor dat de minst gezonde ondernemingen verdwijnen en er geen nieuwe grote post ‘slechte’ leningen ontstaat. Banken voeren hiermee een verantwoord risicobeleid. De overheid zou er voor moeten waken dat steunmaatregelen niet worden gebruikt om ongezonde bedrijven overeind te houden. Onverantwoorde (prijszetting van) kredietverlening kan tot een grote post slechte leningen, en later tot aanmerkelijke verliezen, leiden en bovendien de marktwerking verstoren. Onder ca € 80.000 worden relatief weinig borgstellingen verstrekt.

B.5. Welke aanvullende oplossingen zijn mogelijk

- 129 Uitgangspunt is dat bedrijven die financiering nodig hebben zelf verantwoordelijk zijn voor het aanvragen daarvan. In een overgangsfase zou vanuit belanghebbende partijen als werkgeversorganisaties, financiers en overheid gezien kunnen worden of een extra stimulans nodig is. Wat betreft de daadwerkelijke kredietverlening heeft de overheid met het opzetten van Qredits voor kredieten van maximaal € 35.000 al een adequate infrastructuur opgezet. Of voor de grootteklasse daarboven nog een aanpassing van het instrumentarium nodig en mogelijk is zal in de follow up van het onderzoek gezien worden. Dat geldt evenzeer voor de rol die informele investeerders kunnen spelen wat betreft eigen vermogen. Maar ook nieuwe vormen als specifieke fondsen en crowd funding lijken op dit punt interessant. Tenslotte kunnen ook andere maatregelen die de concurrentie bevorderen van belang zijn. De NMa pleit onder meer voor de invoering van nummerportabiliteit. Hoge overstapkosten kunnen leiden tot hogere kosten voor bedrijven omdat deze daardoor gebonden zijn bij eenzelfde aanbieder te blijven.
- 130 Wat betreft professionalisering van de financieringskennis van bedrijven zijn de afgelopen periode de volgende suggesties gedaan:
- a) betere voorlichting aan kleinere bedrijven. Daar lijkt een belang en een rol te liggen voor financiers, financieringsadviseurs en werkgeversorganisaties;
 - b) opvoeren kwaliteit van financieel advies aan het kleinbedrijf, via internet en via training van en tools voor bestaande adviseurs (accountant/ financieel intermediair, boekhouder, branche adviseurs e.d.);
 - c) rating van MKB bedrijven door gespecialiseerd rating agency. Dit kan voor financiers de transactiekosten beperken en geeft de bedrijven een betere onderhandelingspositie met hun financier.

C. Aanbodzijde - Banken

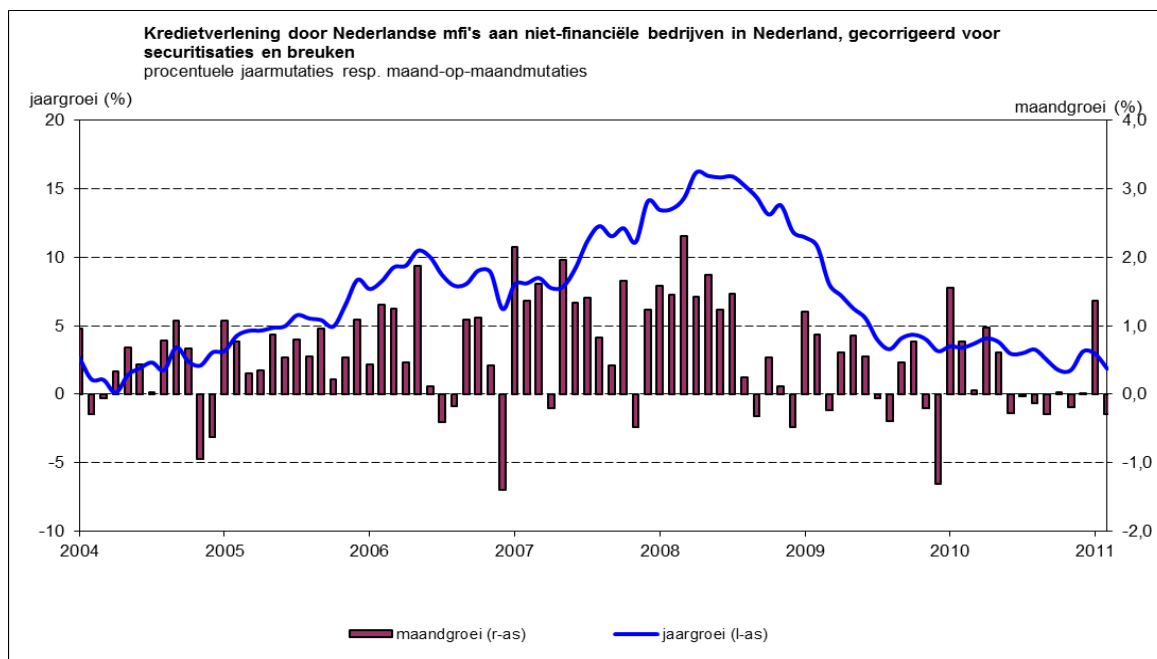
C.1. Managementsamenvatting

- 131 Banken spelen een zeer belangrijke rol in de geldmarkt, kapitaalmarkt, derivatenmarkt, en valutamarkt. De sector heeft een tumultueuze periode achter de rug. De kredietcrisis en additionele regelgeving hebben een aanzienlijke invloed op de verdienmodellen van banken gehad. De wijze waarop banken met de nieuwe realiteit omgaan verschilt.
- 132 Nieuwe regelgeving leidt tot hogere solvabiliteit en liquiditeit van banken, waarvan de kosten voor banken uiteindelijk door cliënten zullen worden betaald.
- 133 De omstandigheden van banken en de kalibratie van hun strategieën leidde soms tot aanpassingsfricties als gevolg van nieuw kredietbeleid, waarbij vooral MKB cliënten moesten worden teleurgesteld.
- 134 In normale omstandigheden is dat wellicht geen onoverkomelijk probleem, maar zeker in een crisis heeft een onderneming weinig of geen alternatief voor financiering door zijn huisbank. Dat leverde pijnlijke situaties en frustratie op voor ondernemers.
- 135 Een kwantitatieve analyse van de consequenties van het veranderende financiële landschap voor bedrijven is door alle veranderingen in de bankenwereld en de complexiteit daarvan nagenoeg onmogelijk. Een belangrijke belemmerende factor vormt ook het bij banken ontbreken van gestandaardiseerde gegevensdefinities (een “taxonomie”).
- 136 Met het ontbreken van voldoende betrouwbare cijfermatige informatie op detailniveau over de acties van banken ontbreekt er ook een goede basis voor regulerend beleid.
- 137 Het is de vraag of dit gebrek aan informatie en deze afhankelijkheid van ondernemingen van hun huisbank een duurzame zaak is. Beleidsmakers zouden meer informatie moeten hebben over de consequenties van scherpe marktveranderingen, al was het maar om systeemrisico beter te beheersen. De mogelijkheid tot diversificatie van financieringsbronnen zou zowel de bank als haar klanten ten goede kunnen komen.
- 138 In deze tijd en in de huidige concurrentieverhoudingen als gevolg van globalisering kan naar de mening van de onderzoekers geen enkele economie zich een gebrek aan goede managementinformatie permitteren. Niet vanuit risicomanagement en niet vanuit economische weerbaarheid.
- 139 Nader onderzoek zal moeten uitwijzen hoe beleidsmakers altijd over goede actuele informatie kunnen beschikken over de stand van zaken in financiële markten, en hoe bedrijven hun financieringsbronnen beter kunnen diversifiëren.
- 140 Belangrijk is dat hierover een positieve dialoog met de banken wordt gevoerd waarbij het belang van een gezonde financiële sector wordt onderkend en in de wetenschap dat transparantie leidt tot minder wantrouwen.
- 141 Oplossingsrichtingen zijn een verbeterde marktwerking in de financiële industrie en een betere beheersing van de bankmarkt door middel van betere kwantitatieve informatie over zowel individuele banken als de sector in zijn geheel om daarmee een goede basis te hebben voor economisch en financieel debat en beleid.
- 142 De belangrijkste factoren die sommige banken belemmeren om hun balans en kredietbedrijf te groeien worden gevormd door:
1. de consequenties van Bazel III;
 2. de economische vooruitzichten;
 3. de consequenties van nieuwe wet- en regelgeving (anders dan Bazel III); en
 4. de veranderende rentabiliteit van bepaalde product/markt combinaties.

- 143 Overheidsgaranties spelen een belangrijke rol in de onzekere overbruggingsperiode tussen de crisis en het economisch herstel.

C.2. Rol, omvang en werking van de bankmarkt

- 144 Banken spelen een zeer belangrijke rol in de geldmarkt, kapitaalmarkt, derivatenmarkt en valutamarkt. Op de geldmarkt vinden transacties met korte looptijd plaats. Banken zijn hier verreweg de voornaamste spelers. Banken doen uitzettingen (leningen) en trekken daarvoor geld aan (spaargeld en deposito's). Daarnaast worden op de geldmarkt financiële producten met een korte looptijd verhandeld.
- 145 Op de kapitaalmarkt hebben banken vaak een meer bemiddelende rol. Dat kan zijn voor de uitgifte van schuldpapier (bijvoorbeeld obligaties) en risicodragend kapitaal (aandelen) of tussenvormen (Mezzanine). Dit papier wordt veelal geplaatst bij en gehandeld met institutionele beleggers. Banken handelen ook voor eigen rekening, maar als gevolg van nieuwe regelgeving lijkt dat nu af te nemen.
- 146 Banken vormen tenslotte de ruggengraat van de valutamarkten, de plaats waar valuta-soorten tegen elkaar worden geruild. Ook in de afhandeling van internationale goederenstromen zijn banken belangrijk met diensten als betalingsverkeer, garanties en goederen-financiering. Ten slotte zijn banken vaak belangrijke spelers op de derivatenmarkten.
- 147 Volgens de statistieken van de DNB per ultimo 2010 bedraagt de totale omvang van de leningen van Nederlandse monetaire financiële instellingen 331 miljard euro. Er zijn in Nederland ca. 43 banken(groepen) die leningen verstrekken. Ter vergelijking; in totaal verstrekken deze banken 518 miljard euro aan woninghypotheek. (bron; statistieken DNB)



- 148 Banken hebben een hoofdrol gespeeld in de kredietcrisis. Als gevolg van de crisis zijn veel banken eerst in liquiditeitsproblemen gekomen waardoor deze zich vaak genoodzaakt zagen overheidssteun te aanvaarden. Afwaardering van activa leidde voor een aantal banken tot solvabiliteitsproblemen waardoor de overheid soms verder moest bijspringen. Om problemen in de toekomst te voorkomen is de regulering van banken nu fors uitgebreid. Er zijn verdergaande wettelijke eisen gesteld op het gebied van kapitalisatie, risico management, beleid, cultuur en beloning. De belangrijkste internationale nieuwe regels staan bekend als Bazil III. Daarnaast zijn er nog andere regels uitgevaardigd zoals CRD II en de Nederlandse Code Banken. De invoering van Bazil III voor banken leidt kort gezegd tot hogere kapitaal-eisen en liquiditeit-eisen. CRD III regelt onder andere aanpassingen aan het beloningsbeleid. De Code Banken stelt voornamelijk bestuur, risicomanagement en klant centraal.

-
- 149 De nieuwe kapitalisatie - en liquiditeitseisen leiden tot hogere kapitaals- en liquiditeitsbehoeften en een stijging van kosten. Het ligt voor de hand dat hierdoor de prijs van bankproducten omhoog zal gaan (of dat geaccepteerd wordt dat de inkomsten van de banken de komende jaren lager zullen zijn). Er zal immers meer kapitaal en liquiditeit moeten worden aangehouden. Daarnaast zullen risico's en uitzettingen worden verminderd. In beide gevallen zullen de inkomsten hierdoor dalen.
- 150 Om de huidige situatie in de markt voor bankkrediet voor ondernemingen beter te begrijpen, wordt in dit onderzoek getracht vast te stellen hoe de banken omgaan met de gevolgen van de kredietcrisis. Hoe wordt beleid ten aanzien van kredietverlening aan bedrijven aangepast als gevolg van de "paradigma shift" die er heeft plaatsgevonden? Wat zijn daarvan in de praktijk de consequenties voor het aanbod van leenproducten en de dienstverlening aan de cliënten van de bank?

C.3. De gevolgen van de kredietcrisis voor banken

- 151 De gevolgen van de kredietcrisis en de daaropvolgende economische crisis zijn voor het Nederlandse bankwezen aanzienlijk. Naast de nieuwe liquiditeits-, solvabiliteits en bestuursregels heeft de economie een negatieve wending genomen en zijn de verliezen op kredieten toegenomen. De invoering van nieuwe regelgeving werkt ook kostenverhogend.
- 152 Als consequentie van de kredietcrisis heeft een aantal banken overheidssteun moeten ontvangen. Daaraan waren belangrijke beperkende voorwaarden verbonden ten aanzien van boetes, concurrentie en marktpositie. De gevolgen van regelgeving, kredietverliezen, boetes en beperkingen voor het functioneren van deze banken zijn complex en consequenties zijn veelvoudig en niet altijd eenvoudig toe te wijzen.
- 153 Als we het functioneren en opereren van de gezamenlijke banken in de Nederlandse markt van nu vergelijken met de situatie van voor de crises dan moeten we daar nog een andere belangrijke wijziging in meenemen namelijk de overname en opdeling van de voorheen grootste bank van Nederland; ABN AMRO Bank, hetgeen voor aanzienlijke onrust en wijzigingen in het competitieve speelveld heeft geleid.
- 154 Om aan de nieuwe kapitaaleisen van Bazil III te voldoen hebben de banken verregaande maatregelen moeten treffen. Iedere bank heeft daarin zijn eigen keuzes moeten maken hoe om te gaan met uitdagingen waarmee zij zijn geconfronteerd de afgelopen jaren. In zijn algemeenheid zijn de belangrijkste maatregelen die banken hebben genomen het aantrekken van meer risicokapitaal, het verminderen van risico door minder uitzettingen of anderszins, het terugbrengen van hefboomeffecten, aanpassing (veelal reductie) van de activiteitenmix, verkoop en afsplitsing van onderdelen en interne organisatorische wijzigingen.
- 155 Naast deze veelal schaal verkleinende acties hebben de additionele verplichtingen ten aanzien van bestuur, risicobeheer en rapportage kostenverhogend gewerkt en een aanvullend negatief effect op de verdienmodellen van banken gehad. Tenslotte zijn kredietverliezen de afgelopen jaren hoog geweest.
- 156 Alles tezamen heeft dit voor banken een noodzaak gecreëerd om forse reorganisaties door te voeren en kostenreducties te effectueren.
- 157 Niet alleen de noodzaak tot verhoging van de solvabiliteit van banken bleek een aandachtspunt voor het verdienmodel. Ook de grote liquiditeitstekorten en strengere liquiditeitseisen hebben aanzienlijk consequenties gehad voor de productenmix en de prijsstelling.
- 158 Hierdoor dient door banken telkens de afweging te worden gemaakt of een (nieuw) product in de huidige constellatie (nog) wel rendabel is. Bij deze afweging dient het product op zichzelf staand alsook in vergelijking tot alternatieve toepassingsmogelijkheden (voor een beperkte hoeveelheid kapitaal, bedrijfsmiddelen en liquiditeit) in ogenschouw te worden genomen. Dit proces vindt plaats in een omgeving van toegenomen economische onzekerheid welke van invloed is op het handelen van banken en hun klanten. Beide partijen zullen minder risico willen nemen. Risico reducerende acties van de ene partij kunnen een risicoverhoging voor de andere partij tot gevolg hebben.
- 159 De effecten van een aangepaste risicobeleving bij banken zijn potentieel het hoogst voor MKB bedrijven. Zij ondervinden daardoor beperkingen in de beschikbaarheid van krediet en/of de voorwaarden waaronder dit

wordt verstrekt. Het MKB is daarbij veelal geheel afhankelijk van het bancaire kanaal en heeft geen of moeilijk toegang hebben tot alternatieve financieringsbronnen.

- 160 Een kwantitatieve analyse van de consequenties van het veranderende financiële landschap voor bedrijven is door alle veranderingen in de bankenwereld en de complexiteit daarvan nagenoeg onmogelijk. Een belangrijke belemmerende factor vormt het bij banken ontbreken van gestandaardiseerde gegevensdefinities (een “taxonomie”). Dat maakt het vrijwel onmogelijk om de gegevens van banken (historisch of anderszins) te vergelijken of te salderen. Ook de toezichtrapportages aan De Nederlandsche Bank bieden hier weinig of geen uitkomst. Deze rapportages zijn confidentieel van karakter. Alhoewel een standaard systematiek wordt gebruikt en er een standaard taxonomie beschikbaar is wordt het gebruik hiervan niet bij de banken gestimuleerd. Dit heeft onder meer tot gevolg dat DNB de eigen statistische informatie moet betrekken uit enquêtes onder banken.
- 161 Het ontbreken van betrouwbare, vergelijkbare en saldeerbare kwantitatieve bankinformatie staat een gedetailleerde analyse van de consequenties van acties en reacties door banken in de financiële markten dus in de weg.
- 162 Deze informatie is echter van groot belang om goed geïnformeerde discussies, onderbouwde meningsvorming en robuuste beleidsvorming tot stand te laten komen en te faciliteren. Alle betrokken partijen hebben daarom belang bij kwalitatief betere informatie. Een van de aanbevelingen van dit rapport is dan ook om tot een initiatief te komen waarbij één taxonomie ook binnen de bancaire sector zelf toegepast gaat worden. Klanten van banken wordt gevraagd om hun kredietaanvragen en – rapportages door middel van XBRL/SBR rapportages aan te leveren. Deze aanpak vormt een goede uitgangspositie voor het door de banken formuleren van een gezamenlijk doelstelling van verdergaande uniformiteit en aansluiting op XBRL/SBR. DNB kan deze ontwikkeling bevorderen door te stimuleren of verlangen dat banken langs deze definities gaan rapporteren, bijvoorbeeld door de toezicht COREP/FINREP rapportages in XBRL-formaat te gaan uitvragen. De vergrote uniformiteit kan ook een belangrijke bijdrage leveren aan de kwaliteit en consistentie van het toezicht en daarmee samenhangende besluitvorming. De belangrijkste reden waarom banken het lastig vinden te rapporteren volgens een standaard taxonomie is dat iedere bank in historisch perspectief een eigen rapportage systeem heeft ontwikkeld waarin producten en systemen zijn meegegroeid en/of op afgestemd zijn. Dat geldt voor zowel de classificatie van producten, kosten en revenuen alsook de segmentatie van bijvoorbeeld sectoren en klanten. Sommige banken hebben daarbij ook nog rekening te houden met diverse internationale conventies en consolidaties.
- 163 Aan de invoering van meer geüniformeerde data zullen investeringen kleven. Het is echter de overtuiging van de onderzoekers dat de voordelen snel zullen opwegen tegen de kosten.
- 164 Bij het ontbreken van uniforme rapportage en om toch een idee te krijgen van de huidige praktijk van kredietverlening door banken aan MKB bedrijven hebben de samenstellers interviews gehouden met beleidsbepalers van de zes grootste Nederlandse banken. Met de interviews is beoogd inzicht te krijgen in de mogelijkheid en bereidheid van banken om aan de behoeften van hun klanten te blijven voldoen en wat daarbij de belangrijkste overwegingen en beperkingen zijn.
- 165 De conclusies uit de interviews zijn verwerkt in een stoplichtdiagram. Uitgangspunt bij deze benadering is dat iedere bank bij de samenstelling van haar producten- en dienstenpakket aan een aantal doelstellingen en voorwaarden wil/moet voldoen. Allereerst is er (nieuwe) wet- en regelgeving. Die stelt limieten en grenzen aan activiteiten van banken. Binnen dat kader zal vervolgens iedere bank op basis van eigen analyse strategische keuzes maken welke medebepalend zijn voor de beschikbaarheid van producten en diensten voor verschillende klanten segmenten. Een bank kan voorts op basis van eigen missie of visie beperkingen of speerpunten definiëren welke bepalend zijn voor het productenassortiment. Hierbij valt te denken aan sociale of milieu doelstellingen, ondersteuning van innovatie, starters, snelle groeiers en andere zaken van meer algemeen belang.
- 166 Op basis van de interviews wordt voor iedere factor aangegeven of – door de bank genomen – deze als belemmerend wordt ervaren (rood) voor de omvang van kredietverlening, of neutraal is, of juist niet belemmerend werkt maar stimulerend (groen).



C.3.1. Kapitaalsconsequenties Bazel III – belemmerende factor

- 167 Bazel III vraagt om een betere kapitalisering van banken. Alhoewel het op dit moment nog enigszins prematuur is om exact te duiden wat alle consequenties van Bazel III zijn, werken de banken hard aan een verbetering van de kapitalisatie. Door veel banken wordt Bazel III wel als een beperkende factor ervaren ten aanzien van de mogelijkheid de kredietvolumes op peil te houden. De hogere kapitalisatie heeft invloed op de prijsstelling door banken. Om aandeelhouders een marktconform rendement te kunnen bieden moeten banken daarom meer kosten rekenen voor het balansgebruik. Het percentage regulier bancair krediet als onderdeel van de totale financiering van bedrijven zal naar verwachting van de banken dalen. De crisis van de afgelopen jaren heeft er volgens hen toe geleid dat er sprake is van een omslag bij het bedrijfsleven waarbij alternatieve financieringsmethoden zoals het beter benutten van hun balansstructuur en het optimaliseren van cash management opkomen en wordt er (gedwongen) meer met eigen vermogen gefinancierd.



C.3.2. Liquiditeitsconsequenties Bazel III – vooral op termijn

- 168 Bazel III heeft eveneens de liquiditeitseisen voor banken aangescherpt. Een belangrijke consequentie is dat banken meer liquiditeit moeten aanhouden en dat de mismatch in looptijden van activa en passiva wordt beperkt. (Deze mismatch gaf banken de vrijheid posities aan te houden die zeer profijtelijk konden zijn). Ook zijn er de facto beperkingen gesteld aan de mogelijkheid om liquiditeit te genereren door middel van securitisaties. De maatregelen vragen van banken meer liquiditeit en verhogen hun kosten. Doordat de centrale banken voor voldoende liquiditeit in de markt hebben gezorgd, is er van een liquiditeitsprobleem bij de banken door cliënten nog niet veel gemerkt. Wel ondervinden zij dat de kosten verbonden aan de aangescherpte liquiditeitseisen uiteindelijk aan de klant doorberekend worden door middel van hogere rentemarges en hogere vergoedingen voor verleende diensten. Of de beperkte effecten zullen kunnen aanhouden, gaat afhangen van de voortdurende beschikbaarheid van met name lange passiva (deposito's).
- 169 Banken stellen zich op het standpunt dat een terugkeer van de securitisatie markt in aangepaste vorm wenselijk is, waardoor risico-diversificatie en het genereren van liquiditeit weer enigszins meer mogelijk wordt.



C.3.3. Rendementsverwachtingen aandeelhouders –ongewijzigd

- 170 Het aandeelhouderschap van de Nederlandse banken verschilt onderling van karakter. Rabobank en Friesland Bank zijn coöperaties, ABN AMRO is in handen van de Nederlandse staat. ING is een internationale beursgenoteerde vennootschap en SNS kent slechts een gedeeltelijke beursnotering. Daarnaast zijn er kleinere banken waarvan het eigendom in institutioneel bezit is. De rendementsverwachtingen van aandeelhouders kunnen afhankelijk van het karakter van de eigendomsverhoudingen in een bank verschillen. In zijn algemeenheid hebben we echter kunnen vaststellen dat banken de rendementseisen, behoudens een enkele uitzondering, niet of nauwelijks naar beneden hebben bijgesteld. Niet alleen de kapitaalmarkt blijft van banken een rendement verwachten dat in lijn is met alternatieve investeringsmogelijkheden, ook rating agencies verwachten van banken dat zij hun (relatieve) verdien capaciteit blijven demonstreren. De uitzondering op de regel vormt SNS, welke bank aan het publiek heeft meegedeeld de rendementsdoelstellingen naar beneden bij te stellen.



C.3.4. Economische verwachtingen – voorzichtig

- 171 Over het algemeen zijn de banken van mening dat het economisch klimaat uitdagend is, maar dat de vooruitzichten gematigd positief zijn. Vooral in de afgelopen periode heeft de inschatting van de economische vooruitzichten wel geleid tot een strenger en scherper kredietbeleid. De overheid heeft de gevolgen van deze scherpere criteria voor kredietverlening voor het MKB helpen opvangen door garantiefaciliteiten voor in de kern gezonde ondernemingen¹.
- 172 Bijna alle banken geven aan dat de BMKB en GO faciliteiten van de overheid een belangrijke bijdrage hebben geleverd aan het tegemoet komen van de financieringsbehoeften van het bedrijfsleven. Voortzetting van deze faciliteiten geniet dan ook de voorkeur van veel banken. Saillant is dat volgens de cases en survey van EIM, banken hun klanten niet altijd op deze regelingen attenderen.



C.3.5. Compliance wet- en regelgeving en beleid – belemmerend

- 173 Door alle banken wordt de enorme golf van nieuwe regelgeving als sterk kostenverhogend en ook operationeel belemmerend gezien. Er bestaat doorgaans begrip voor de noodzaak tot aanpassing van regelgeving in het licht van alle recente gebeurtenissen. Het stapeleffect van de verschillende regels geeft hen echter reden tot enige zorg. Vrijwel alle componenten van nieuwe regelgeving noodzaken tot het zoeken naar andere inkomsten en het kanaliseren van kostenstromen. Het zaken- en verdienmodel van veel banken behoeft daarom herwaardering. Dit heeft soms de consequentie dat bepaalde producten, klantengroepen of diensten duurder of economisch onaantrekkelijk worden. Banken zullen tijd nodig hebben om hun operatie en verdienmodel aan te passen aan alle nieuwe regelgeving, en er achter te komen waar hun competitieve voordelen liggen. Hierbij is het van belang dat er in internationaal competitieve zin een “level playing- field” blijft bestaan. De schaalgrootte van banken wordt in economische zin steeds belangrijker. Deze ontwikkeling is niet in het voordeel van Nederlandse banken, omdat die een relatief geringe thuismarkt hebben. Daarbij komt dat volgens hen de in de NMA regelgeving gehanteerde (ruime) definitie van het begrip “relevante markt” leidt tot het ongewenste resultaat van een “un-level playing field”. Nederlandse banken vinden dat zij hierdoor op achterstand worden gezet ten opzichte van buitenlandse banken die in Nederland opereren.



C.3.6. Strategische risico(bereidheid) – gevarieerd

- 174 In de strategische risicobereidheid zijn onderlinge verschillen tussen banken te constateren. De meeste banken hebben hun risicobereidheid niet aangepast, sommige wel. Als banken hun risicobereidheid niet hebben aangepast maar wel de risico's hebben teruggebracht, dan moet men concluderen dat in de afgelopen jaren de werkelijke risico's te laag zijn ingeschat en deze feitelijk soms boven de vastgestelde risicobereidheid lagen en dus teruggebracht moeten worden. Banken zijn van mening dat de huidige risico's weer in lijn zijn met de risicobereidheid. Eén bank geeft aan de risicobereidheid terug te willen brengen in verband met de ambitie haar creditrating te verbeteren. Dit betekent voor de kredietverlening dat met uitzondering van één bank alle andere banken uit dezen hoofde geen ander (krediet)beleid voeren dan voorheen. Ook die ene bank zal gewoon kredieten blijven verlenen maar zal daarin behoudender zijn. Een lagere risicobereidheid kan overigens ook tot uitdrukking komen in vermindering van andere risico's zoals markt- en operationele risico's.

¹ De BMKB-regeling (Borgstellingskrediet MKB) is een staatsgarantieregeling voor banken die krediet verschaffen aan het MKB. De overheid staat borg voor dat deel van lening waarover geen zekerheden geboden kunnen worden. De overheid stond in 2010 via de BMKB voor ruim 742 miljoen euro. In totaal zijn in 2010 3.701 borgstellingskredieten verleend. Het totale bedrag sinds 2008 bedraagt bijna 2 miljard euro; hiermee zijn 9.000 bedrijven geholpen. Naast de BMKB zijn er de Groeifaciliteit, het Innovatiekrediet en de Garantie Ondernemingsfinanciering (GO). De Garantie Ondernemingsfinanciering (GO) is een garantie van de overheid aan banken die krediet verstrekken aan (middel)grote en in de kern gezonde ondernemingen. Deze regeling is in 2009 van start gegaan. Inmiddels heeft de overheid hier voor 875 miljoen euro aan garanties goedgekeurd aan 157 bedrijven.



C.3.7. Product- / marktcombinaties – belemmerend

- 175 De crisis, de consequenties daarvan en alle nieuwe regelgeving en veranderingen in de markt zijn voor alle banken aanleiding geweest voor een strategische heroriëntatie en daaruit voortvloeiende product / markt combinaties. Daar doen zich veranderingen voor. Naar onze observatie wordt er minder zaken gedaan in buitenlandse markten. Producten moeten voldoen aan strengere eisen waardoor veranderingen optreden in de strategische passendheid daarvan. Tevens worden eisen ten aanzien van risico en rentabiliteit opgeschroefd. Zo vragen veel banken meer zekerheden² en worden doelgroepen beter en nauwer gedefinieerd en gesegmenteerd. Banken maken daarin ook meer keuzes. Dat heeft tot gevolg dat er segmenten zijn die banken niet langer bedienen. Deze segmenten bevinden zich hoofdzakelijk in producten en klanten die klein, ver weg, complex, nieuw, risicovol en/of divers zijn.
- 176 Banken worden ten slotte ook kritischer ten aanzien van de hoeveelheid product / markt combinaties. Dat betekent voor cliënten dat zij tegenwoordig soms niet langer voor al hun producten bij één bank terecht kunnen.



C.3.8. Looptijd en omvang – neutraal maar duurder

- 177 Ten aanzien van de looptijd en omvang van financieringen melden de banken geen grote veranderingen in hun belangstelling. Gezien de nieuwe liquiditeitsmaatregelen valt echter wel te verwachten dat langere financieringen veel duurder zullen worden en dat daardoor de productie van leningen zal afnemen. Naar verwachting zullen bedrijven van voldoende omvang gaan bezien of obligatie- of private placement markten mogelijke alternatieve (financierings-)vormen kunnen bieden. Banken staan doorgaans positief tegenover de (her)ontwikkeling van een private placement markt. Daar zijn evenwel nog wel een aantal uitdagingen te overwinnen, waarover meer in andere delen van dit rapport.



C.3.9. Rentabiliteit – neutraal

- 178 Omdat kredietverlening, directe opbrengst daarvan (rente marge) en kapitaal ingevolge de Bazel III regelgeving direct aan elkaar zijn gekoppeld is het relatief eenvoudig een minimale rendementsberekening te maken om de kosten van kapitaal te dekken. Dat zijn belangrijke gegevens voor de prijsstelling. Er bestaat verschil tussen banken in de manier waarop de uiteindelijke prijsstelling vorm krijgt. Sommige banken prijzen diensten puur op basis van directe opbrengsten van het (enkelvoudige) product, anderen kijken meer naar de totale opbrengst van de producten die een klant afneemt. Er zijn namelijk ook producten die veel minder kapitaalbeslag hebben en dus aantrekkelijker zijn. Die instellingen vinden dat er naar de totale relatie gekeken moet worden, en dus naar de totale opbrengsten ten opzichte van het totaal kapitaalbeslag³. Bijna alle banken geven aan de minimaal gewenste risico gewogen opbrengst van kapitaal niet te hebben aangepast in vergelijking tot voorgaande jaren.

² Zekerheden maken soms securitisatie beter mogelijk en verlagen het kredietrisico en het kapitaalbeslag.

³ Om de leesbaarheid te vergroten, laten we de problematiek van goede kostenallocatie gemakshalve even buiten beschouwing. De kostprijsallocatiemethode kan van grote invloed zijn op de (gepercipieerde) winstgevendheid van een product.



C.3.10. *Impact investing⁴ –neutraal*

- 179 In onze interviews hebben wij de zes grootste banken ook gevraagd naar andere thema's die van invloed kunnen zijn op hun kredietverlening en beschikbaarheid van andere diensten. Onder dit hoofdje vallen zaken als "impact investing" of thema's die geassocieerd kunnen worden met de wortels, bestaansrecht en/of doelstellingen van een organisatie zoals die bijvoorbeeld vaak aan de basis van coöperatieve banken liggen.
- 180 Onze waarneming is divers. De conclusie lijkt te kunnen worden getrokken dat impact investing nog niet in mainstream banking is waar te nemen. Alle banken hebben wel filters ontwikkeld die hen behoeden voor betrokkenheid bij zaken die als onethisch of anderszins onwenselijk worden beschouwd. Positieve impact investment is echter gelimiteerd tot speciaal daarop ontwikkelde formules van Triodos en ASN Bank. Bij de grote banken maakt dit geen nadrukkelijk deel uit van de strategie. Het blijft bij "rationeel idealisme" waarbij het uitgangspunt is dat investeringen dezelfde "hurdle rates" moeten halen als reguliere investeringen en leningen. Impact investing behelst vooralsnog gewone bedrijfsinvesteringen met een duurzaam karakter. Vanwege dat karakter willen banken soms wel een langere horizon en looptijd faciliteren.
- 181 Rabobank vormt naast Triodos en ASN een positieve uitzondering, waar het gaat om startersfinancieringen. Andere banken waren daar veel minder op toegerust maar er lijkt zich een kentering in te zetten. Zo adverteren enkele banken sinds zeer recent nu ook met startersdiensten. Andere thema's zoals innovatie en creativiteit blijven zeer moeilijk te financieren thema's voor alle banken.

C.4. *Conclusies*

- 182 Ten aanzien van de consequenties van de kredietcrisis, de daaropvolgende maatregelen en de wijze waarop de bankensector zich aan de nieuwe realiteit heeft moeten aanpassen kunnen met betrekking tot de rol van banken in het financieringsproces de volgende conclusies getrokken worden;

C.4.1. *Duurdere bankproducten*

- 183 Door de nieuwe wet- en regelgeving waar banken aan moeten voldoen en de gevolgen van de beperkende maatregelen als gevolg van overheidssteun, worden banken gedwongen opnieuw naar hun verdienmodel te kijken. Hogere kosten zullen leiden tot duurdere producten.

C.4.2. *Bedrijven zijn vaak erg afhankelijk van 1 bank*

- 184 Bedrijven zijn vaak erg afhankelijk van een bank. Dit leidt tot verminderde marktwerking. Zij zouden meer alternatieven moeten hebben om financiering aan te trekken wanneer hun traditionele bankrelatie hen daar niet toe in staat stelt.

C.4.3. *Vermindering risicoacceptatie*

- 185 Een tekort aan kapitaal (en in de toekomst wellicht ook voldoende langlopende funding) zal naar verwachting tijdelijk leiden tot vermindering van risico acceptatie door sommige banken tot hun schatkist weer voldoende gevuld is en het rendement op bank aandelen marktconform is. De minst winstgevende en meest risicovolle cliënten en activiteiten zullen daar onder lijden.

- 186 Te denken valt aan:

- kleine ondernemingen;
- jonge ondernemingen;
- snel groeiende ondernemingen;
- innovatieve ondernemingen;

⁴ Impact investments are investments intended to create positive impact beyond financial return. As such, they require the management of social and environmental performance in addition to financial risk and return (Impact Investments - An emerging asset class by JP Morgan and the Rockefeller Foundation – November 2010)

- ideële bedrijven (impact investing);
- langlopende financieringen;
- financieringen zonder zekerheden of garanties;
- transacties van geringe omvang;
- bankproducten zonder schaalgrootte;
- bewerkelijke bankproducten.

C.4.4. Onvoldoende betrouwbare managementinformatie

187 De omvang van deze consequenties is moeilijk in te schatten. Banken kennen geen uniforme taxonomie, wat vergelijking en saldering van gegevens onmogelijk maakt. Daardoor is het voor de overheid beperkt mogelijk goed gefundeerd beleid uit te stippelen en moet men zich veelal baseren op subjectieve informatie.

C.4.5. Zwakke concurrentiepositie Nederlandse banken

188 De mogelijkheden voor banken om voordelen van schaalgrootte te realiseren zijn in het licht van recente ontwikkelingen enigszins gereduceerd. Nederlandse banken lopen een verhoogd risico in het grotere internationale speelveld gemarginaliseerd te gaan worden. De Nederlandse markt zal echter naar verwachting vooralsnog gedomineerd blijven door de Nederlandse banken die allen fors inzetten op hun nationale strategie.

C.4.6. Verminderde risicobereidheid

189 Banken hebben teveel risico genomen voor de kredietcrisis. De verminderde risicoappetijt heeft geleid tot minder makkelijke beschikbaarheid van krediet. De kredietcrisis heeft tegelijkertijd voor een terugval in de kredietvraag laten waarnemen. Een nieuw evenwicht zal door de markt gevonden moeten worden en buiten banken zullen ook de andere kapitaal en geldmarktspelers daar een rol in (kunnen) spelen. De overheids garanties spelen een belangrijke rol in de onzekere overbruggingsperiode.

C.5. Aanbevelingen

1. Een betere samenwerking tussen overheid en banken is nodig, er is een gezamenlijk belang bij een gezonde goed functionerende financiële sector.
2. Samenwerking en beleidsvorming moeten plaatsvinden op basis van feiten in plaats van anekdotes en vooringenomen standpunten. Een van de aanbevelingen van dit rapport is dan ook om tot een initiatief te komen waarbij één taxonomie in de bancaire sector toegepast gaat worden op basis waarvan het inzicht in de sector kan verbeteren.
3. Om de bestaande garantie-instrumenten voor banken nog enkele jaren zoveel mogelijk te handhaven om ervoor te zorgen dat banken zoveel mogelijk MKB kunnen bedienen ook wanneer hun eigen kapitalisatie dat wellicht nog niet helemaal mogelijk maakt.
4. Om snel te starten met initiatieven die diversificatie van financieringsbronnen mogelijk maken en marktwerking verbeteren (zie ook hoofdstuk fondsinitiatieven).

D. Aanbodzijde - Beurs

D.1. Managementsamenvatting

- 190 De beurs is voor bedrijven een belangrijke bron van risicodragend kapitaal die de voordelen biedt zoals liquiditeit en behoud van zeggenschap voor ondernemers. Goed ontwikkelde beurzen kunnen ook een positief effect hebben op de beschikbaarheid van durfkapitaal. Als venture capitalisten/private equity investeerders de bedrijven waarin ze investeren naar de beurs kunnen brengen kunnen ze een (gedeelte van) hun investering verzilveren.
- 191 De markt voor publiek kapitaal (schuldpapier en aandelen) wordt in Nederland gedomineerd door de Amsterdamse effectenbeurs, NYSE Euronext Amsterdam. Per 31 december 2010 zijn op deze beurs 157 ondernemingen genoteerd met een totale marktkapitalisatie van EUR 537 miljard. Het aantal ondernemingen is sinds 2007 gedaald met circa 25% als gevolg van overnames en door steeds verdergaande globalisering. Dit terwijl nauwelijks sprake is van nieuwe beursnoteringen.
- Mogelijke knelpunten die veroorzaken dat er minder animo is voor nieuwe beursgangen zijn:
- het huidige volatiele beursklimaat van de afgelopen jaren zorgt voor onzekerheid over de initiële aandelenkoers waardoor een beursgang wordt uitgesteld of helemaal niet doorgaat;
 - de beperkte schaalgrootte van Nederlandse ondernemingen in vergelijking tot de minimum investeringsgrenzen die internationale investeerders hanteren;
 - de Nederlandse cultuur en mentaliteit die het verkrijgen van een beursnotering niet als hoogst haalbare ziet, daarbij mogelijk beïnvloed door een over het algemeen negatief sentiment in Nederland als het gaat om beursintroducties;
 - de mogelijke misperceptie bij ondernemers en aandeelhouders dat een verkoop van de onderneming eenvoudiger en sneller is en tot een hogere netto opbrengst leidt dan een beursgang;
 - de beperkte promotie door de overheid, de banken en Euronext zelf van de Nederlandse beurs als gelijkwaardig financieringsalternatief.
- 192 Naast deze knelpunten is ook het wegvallen van ABN AMRO Rothschild als een belangrijke Nederlandse zakenbank die een vooraanstaande internationale positie kende als het ging om begeleiding van grote (inter)nationale beursgangen en de steeds verdergaande regulering van en het toezicht op de publieke aandelenmarkten van invloed op de aantrekkingskracht van de Amsterdamse beurs.
- 193 Deze knelpunten lijken ook voor het midden- en kleinbedrijf de toegang tot de publieke kapitaalmarkt te beperken. Temeer daar de Amsterdamse beurs geen ‘instap’-beurs heeft voor het kleinbedrijf zoals het Plus segment in London of de Marché Libre in Parijs. Voor het middenbedrijf lijkt Alternext Amsterdam geen alternatief getuige het ontbreken van nieuwe noteringen. Twee specifieke redenen die marktpartijen noemen voor de beperkte financiering van het midden- en kleinbedrijf via de publieke aandelenmarkt zijn het hogere risicoprofiel dat door investeerders aan deze ondernemingen wordt toegekend, terwijl daar nauwelijks of geen hoger rendement tegenover lijkt te staan en de beperkt aanwezige ervaring bij banken om kleinere bedrijven naar de beurs te brengen. Desalniettemin bestaat er mogelijk wel een behoefte bij dergelijke ondernemingen aan een beursgang gegeven het grote aantal ondernemingen dat aan AIM in Londen en aan Alternext in Parijs is genoteerd. Een ‘doorgoemodel’ ontbreekt derhalve in Nederland, waardoor het lijkt dat er geen samenhang bestaat tussen kleine lokale, en grote internationaal opererende genoteerde bedrijven.
- 194 Nader onderzoek door de overheid hoe voor het midden- en kleinbedrijf de publieke aandelenmarkt in Nederland een aantrekkelijke bron van financiering kan worden, en hoe de beurs doorgroei van lokaal naar internationaal kan faciliteren, lijkt gewenst. Daarbij kan een complex van maatregelen worden overwogen zoals (1) aanpassingen in het model overeenkomstig bijvoorbeeld AIM in Londen of Alternext in Parijs in overleg met Euronext, (2) (fiscale) stimuleringsmaatregelen, (3) Alternext alleen toegankelijk maken voor professionele partijen, (4) verdere ontwikkeling van de expertise bij banken en financieel adviseurs op het gebied van beursintroducties van kleine en middelgrote ondernemingen, (5) het instellen van een toegespitst due diligence regime waarbij de begeleidende banken verantwoording afleggen aan de beurs of AFM teneinde de

transparantie naar de markt te vergroten en mogelijke informatie asymmetrie ten opzichte van een verkoop, waarbij een koper due diligence uit kan voeren, te verkleinen, en (6) onderzoek naar mogelijke maatregelen om de liquiditeit van ondernemingen op deze alternatieve beurzen te stimuleren door bijvoorbeeld het instellen van 'liquidity providers' of 'market makers'.

- 195 Naast het mogelijke complex van maatregelen om de Nederlandse beurs een aantrekkelijke bron voor financiering te maken is het gewenst dat de overheid, de banken en Euronext Amsterdam zelf de mogelijkheden van kapitaalverschaffing door de beurs meer onder de aandacht brengen bij Nederlandse en buitenlandse ondernemingen. Hierbij kan gedacht worden aan (i) het herindelen van bestaande segmenten (door bijvoorbeeld een aantal bedrijven van de nationale markt over te hevelen naar Alternext), (ii) het samen met de overheid verkennen van de mogelijkheid om (semi) overheidsbedrijven te privatiseren, al dan niet in combinatie met beschermingsconstructies voor bedrijven met een maatschappelijke en/of nutsfunctie, en (iii) het promoten van Amsterdam als gateway to capital Europe. Een goed functionerende beurs in Amsterdam (als onderdeel van een continentaal-Europees platform), in combinatie met een uitstekend vestigingsklimaat in Nederland maakt het ook voor buitenlandse bedrijven immers aantrekkelijker om een notering op de Amsterdamse beurs te overwegen. een marketing, communicatie en voorlichtingscampagne starten gericht op Nederlandse en buitenlandse ondernemingen om bij hen de beurs als alternatief voor bankfinanciering en private equity te promoten en bestaande mispercepties weg te nemen.

D.2. Introductie; rol en doelstelling van de beurs

- 196 De markt voor publiek kapitaal wordt in Nederland gedomineerd door de Amsterdamse effectenbeurs, NYSE Euronext Amsterdam (hierna "Euronext Amsterdam"). Deze beurs is de enige gereguleerde markt in Nederland voor schuldpapier en risicodragend kapitaal overeenkomstig de Wet financieel toezicht (Wft).
- 197 Euronext Amsterdam opereert hierbij te midden van verschillende vormen van kapitaalverstrekking zoals bankfinanciering, private equity en informele investeerders, echter concurreert daar slechts in beperkte mate mee. De praktijk leert dat een onderneming pas in een latere ontwikkelingsfase overweegt een beroep te doen op de publieke kapitaalmarkt en veelal eerst haar financieringsbehoefte vervult door middel van het aantrekken van vreemd vermogen via een bank dan wel privaat eigen vermogen aanspreekt van informele investeerders of private equity.
- 198 Op het moment dat ondernemingen een bepaalde omvang bereiken en de groei niet meer kunnen financieren via de bank, dan wel om een onderneming over te dragen aan nieuwe eigenaren wordt een gang naar de publieke kapitaalmarkt overwogen. Euronext Amsterdam biedt hierin een marktplaats die (1) voorziet in kapitaal en de mogelijkheid tot diversificatie van de financiering van ondernemingen, (2) een (geleidelijke) eigendomsoverdracht faciliteert, en (3) streeft naar een efficiënte en liquide markt waar investeerders hun aandelen op ieder gewenst moment kunnen verhandelen, en (4) de mogelijk biedt aan ondernemingen tot "zelfstandig" bijfinancieren (zogenaamde "secundairy" emissies waarmee over de jaren 2009 en 2010 respectievelijk 22 en 8 miljard aan extra kapitaal is opgehaald).
- 199 In aanvulling op de gereguleerde markt, ontstaan recentelijk ook platformen die zich richten op niet beursgenoteerde aandelen, zoals de Nederlandsche Participatie Exchange (NPEX). Gegeven de vooralsnog zeer beperkte omvang van deze platformen richt deze uiteenzetting zich uitsluitend op Euronext Amsterdam.

D.3. Omvang en werking van de markt waarin betreffende speler actief is

- 200 Euronext Amsterdam kent een tweetal markten, te weten Euronext en Alternext. Het verschil tussen deze twee markten is dat Euronext een bij wet gereguleerde markt is, terwijl Alternext een door Euronext Amsterdam zelf gereguleerde markt is met een verlicht toezichtregime en minder strikte toelatingseisen. Alternext is dan ook bedoeld voor kleine en middelgrote ondernemingen die vereenvoudigde toegang tot de kapitaalmarkt zoeken.
- 201 Euronext kent 157 noteringen (per 31 december 2010) met een totale markt kapitalisatie van 537 miljard euro (eind 2007 waren dit 195 noteringen met een marktkapitalisatie van 927 miljard euro). Aan Alternext staan

twee Nederlandse ondernemingen genoteerd (zowel per 31 december 2010 als ultimo 2007) met een markt kapitalisatie van EUR 82 miljoen.

- 202 De afname in het aantal noteringen over de afgelopen jaren wordt mede veroorzaakt doordat veel beursnoteringen zijn beëindigd na overname van het beursfonds door (buitenlandse) ondernemingen of door private equity partijen, te denken valt aan Draka, Crucell, Numico, Eriks Group, Smit Internationale, Nedschroef en Gamma Holding. Over dezelfde periode hebben slechts een handvol nieuwe ondernemingen een beursnotering verkregen (IPO), waaronder Delta Lloyd en Dockwise.
- 203 Het dalende aantal beursgenoteerde ondernemingen wordt mede ingegeven door steeds verdergaande globalisering. De verwachting is dat deze trend zal doorzetten. Bedrijven zullen zich in toenemende mate richten op het buitenland en in haar expansiedrift ook overnames van beursgenoteerde bedrijven overwegen. Als gevolg van de globalisering lijkt er een situatie te ontstaan dat consolidatie van internationale beurzen leidt tot een drietal grote beurscentra in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en China/Hong Kong. Zo is Euronext Amsterdam, na de fusie met Parijs, Brussel en Lissabon overgenomen door NYSE en zal wellicht deze combinatie in de toekomst samen gaan met een andere beurs. Als gevolg van deze schaalvergroting en globalisering neemt het relatieve belang van Euronext Amsterdam binnen het grotere geheel van het NYSE concern steeds verder af lijkt er steeds meer nadruk te liggen op grote multinationale ondernemingen. Gecombineerd met de beperkte schaalgrootte van Nederlandse ondernemingen in vergelijking tot investeringsgrenzen die internationale investeerders hanteren, soms beginnend bij 250 miljoen euro, is dit mogelijk een van de redenen waarom Nederland weinig nieuwe beursnoteringen heeft gekend over de afgelopen jaren.
- 204 Andere mogelijke oorzaken die geleid hebben tot weinig animo voor nieuwe beursnoteringen zijn:
- Onzekerheid over de prijs die met een beursgang kan worden verkregen in het huidige volatiele beursklimaat waardoor eerder besloten wordt tot afstel van een beursgang;
 - De perceptie die bij ondernemingen en aandeelhouders bestaat dat een verkoop van een onderneming eenvoudiger en sneller is te realiseren middels een verkoop dan met een beursgang. Dit wordt mogelijk versterkt doordat bij een verkoop sprake is van minder informatie asymmetrie dan bij een beursgang doordat kopers een due diligence uit kunnen voeren wat een positief effect kan hebben op de verkoopprijs⁵. Als gevolg hiervan lijken ondernemingen de voorkeur te geven aan een verkoop van een onderneming boven een beursgang;
 - De Nederlandse cultuur en mentaliteit. Over het algemeen kenmerkt deze zich door gepaste trots en bestaat bij ondernemers veelal niet de behoefte om in de schijnwerpers te staan. Dit leidt ertoe dat, in tegenstelling tot bijvoorbeeld Angelsaksische landen, het in Nederland niet als het hoogst haalbare doel gezien wordt om een onderneming naar de beurs te brengen.
 - De beperkte promotie in Nederland van de beurs. Zowel vanuit de overheid, de banken als Euronext zelf is slechts beperkt aandacht geweest om de beurs als een gelijkwaardige bron van financiering onder de aandacht te brengen van het Nederlandse bedrijfsleven.
 - Het wegvallen van ABN AMRO Rothschild als gevolg van de overname. ABN Amro Rothschild was een belangrijke Nederlandse investeringsbank die vele grote(re) (inter)nationale beursintroductions heeft begeleid. Het gat wat hierdoor is ontstaan is opgevuld door internationale investeringsbanken die minder binding met Nederland hebben. De Nederlandse investeringsbanken spelen hierdoor een minder voorname rol, zeker bij de grotere ondernemingen die een beursgang overwegen, zoals ook blijkt uit de beursgang van Delta Lloyd in 2009 en de mogelijke beursgang van Ziggo die kennelijk volledig door internationale banken zal worden begeleid⁶.
 - Tenslotte is sprake van een steeds verdergaande regulering, al dan niet in reactie op de financiële crisis. Zo is in 2005 Europese wetgeving rondom prospectussen en kapitaalmarkten in Nederland geïmplementeerd in de Wft. Hiermee werden nieuwe prospectusregels geïntroduceerd en kwam het toezicht op beursintroductions bij de AFM te liggen. De AFM is later ook belast met het toezicht op de jaarverslaggeving door beursgenoteerde ondernemingen en het toezicht op de accountants.

- 205 Voornoemde redenen belemmeren de groei van de publieke aandelenmarkt. Vooral ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf lijken geen toegang te nemen tot deze vorm van financiering. Initiatieven in Nederland

⁵ The City's Role in providing for the public equity financing needs of UK SMEs – Maart 2010 van URS Corporation, Bourse Consult en Strathclyde University voor de City of London

⁶ De Financiële Telegraaf, 7 april 2011

voor alternatieve beurzen met lagere toetredingsregels en minder regulering, zoals de parallelmarkt (jaren 80) en de Nmax (jaren 90) zijn gesneuveld door een gebrek aan vertrouwen in deze markt gegeven het grote aantal faillissementen en debacles zoals het verwijderen van het fonds Bobel van de parallelmarkt in de jaren 80. (er zijn ook succesvolle ondernemingen gestart op deze alternatieve beurzen, zoals Grolsch en Pharming). Alternext Amsterdam, een derde poging voor een beurs voor het midden en kleinbedrijf kent sinds de introductie van deze markt eind 2006 slechts 2 noteringen en is daarmee niet succesvol. Marktpartijen noemen hiervoor twee specifieke redenen. Enerzijds is dat het hogere risicoprofiel dat door investeerders aan ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf wordt toegekend zonder dat daar kennelijk hogere rendementen tegenover staan en anderzijds het ontbreken van specifieke expertise en een netwerk van potentiële investeerders bij Nederlandse banken en adviseurs om dit soort ondernemingen naar de beurs te brengen.

- 206 Oorzaken die genoemd worden voor het hogere risicoprofiel zijn onder andere (1) het beperkte aantal verhandelbare aandelen, aangezien directeur grootaandeelhouders graag veel zeggenschap houden, wat de liquiditeit van het aandeel niet ten goede komt, (2) lagere transparantie doordat ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf veelal een beperkt ontwikkelde governance structuur hebben en de Nederlandse corporate governance code, die van toepassing is voor Euronext, niet van toepassing is op Alternext en (3) het feit dat over deze kleinere ondernemingen, als ze eenmaal genoteerd zijn, (vrijwel) geen rapporten worden geschreven door analisten, wat nadelig is voor de liquiditeit van deze aandelen.
- 207 Het gevolg van een dergelijk hoog risicoprofiel is dat beleggers een hoger rendement verlangen en dat banken terughoudend zijn om dergelijke ondernemingen naar de beurs te brengen. Dit laatste in verband met de mogelijk negatieve publiciteit op het moment dat risico's zich bij deze ondernemingen manifesteren in combinatie met de vaak lagere vergoeding die banken ontvangen voor een beursnotering op Alternext.
- 208 Opvallend is dat in ons omringende landen kleine en middelgrote ondernemingen wel de stap naar de openbare kapitaalmarkt weten te vinden via alternatieve beurzen zoals de Alternative Investment Market (AIM) in Londen en Marché Libre en Alternext in Parijs. AIM kende eind 2009 ongeveer 1,277 genoteerde ondernemingen met een markt kapitalisatie van GBP 58 miljard en Alternext in Parijs 144 ondernemingen met een markt kapitalisatie van EUR 4,7 miljard en Marché Libre kende per 31 december 2010 in totaal 252 genoteerde ondernemingen.
- 209 Een mogelijk aandeel in het succes van deze beurzen in het aantrekken van ondernemingen is gelegen in de fiscale stimulering door de overheid. Zowel particulieren als investeringsfondsen genieten belastingaftrek of vrijstelling als zij investeren in kleine en middelgrote ondernemingen die naar de beurs gaan. Als gevolg van deze fiscale stimulering zijn investeerders in staat om een hoger rendement te realiseren wat in lijn is met het hogere risicoprofiel. Een studie van het ICMA Centre⁷ in 2006 heeft daarnaast een aantal factoren geïdentificeerd die mogelijk verklaren waarom AIM relatief succesvol is in het aantrekken van ondernemingen. De genoemde factoren betreffen: (1) de positionering van AIM als een betere markt voor kleine groeiende ondernemingen dan de Main Market in plaats van een positionering als tweederangs beurs voor ondernemingen waarvoor de Main Market te hoog gegrepen is, (2) een verlicht regime qua regelgeving en toelatingseisen waarbij financieel adviseurs (Nomads) een reputatierisico lopen en daarmee als waakhond functioneren voor zwakke ondernemingen, (3) lage kosten voor toelating waarbij de kostenstructuur zodanig is dat kleinere ondernemingen hier voordeel van hebben en (4) een lock-up periode waardoor bestuurders/eigenaars hun aandelen niet direct kunnen verkopen.
- 210 In aanvulling op de ICMA studie zou het relatieve succes van AIM ook kunnen liggen in het due diligence regime dat wordt voorgeschreven aan de financieel adviseurs (op AIM Nomads genoemd) waarin expliciet wordt aangegeven dat de Nomad vast dient te stellen dat adequate due diligence werkzaamheden, zoals genoemd in de AIM regels, verricht zijn. Tezamen met een voortdurende betrokkenheid van de Nomad draagt dit bij aan het vertrouwen door de markt en verkleint mogelijk ook de eerder genoemde informatieasymmetrie ten opzichte van een verkoop. Nader onderzoek dient hier naar plaats te vinden om vast te stellen of de markt deze hogere mate van due diligence verwerkt in haar prijs, temeer daar deze oplossingsrichting mogelijk leidt tot een versterking van de eerder genoemde perceptie bij ondernemingen dat een beursgang complexer en tijdrovender is dan een verkoop.

⁷ International Capital Markets Association, University of Reading

D.4. Veranderingsbehoefte

- 211 De algemene opvatting is dat de globalisering verder door zal zetten. De visie van Euronext Amsterdam hierop is dat de beurs steeds meer een continent overschrijdende liquiditeitspool wordt met een segment voor de grote internationale ondernemingen en één of meer segmenten voor het middenbedrijf en het kleinbedrijf. De lokale satellieten zoals Amsterdam zullen zich als gevolg hiervan meer moeten gaan richten op lokale functies ten behoeve van het segment midden- en kleinbedrijf. In dit segment hebben de afgelopen jaren echter weinig nieuwe beursnoteringen plaats gevonden. Om de publieke kapitaalmarkt als vorm van financiering ook voor dit segment aantrekkelijk te maken zou nader onderzoek plaats moeten vinden naar de mogelijkheid om een doorgroeimodel zoals in Londen is geïntroduceerd met Plus (ondernemingen met een markt kapitalisatie van ca GBP 5 miljoen), AIM (ondernemingen met een markt kapitalisatie van ongeveer GBP 5 miljoen tot GBP 50 miljoen) en de Main Market of in Parijs met de Marche Libre, Alternext en Euronext ook te introduceren in Amsterdam.
- 212 Doordat een dergelijk doorgroeimodel op dit moment ontbreekt in Nederland lijkt er geen samenhang te bestaan tussen kleine lokale, en grote internationaal opererende genoteerde bedrijven. Het in stand houden van een dergelijk listing-“ecosysteem” vraagt specifieke aandacht voor bedrijven met verschillende (potentiële) niveaus van markt kapitalisatie. Elk niveau behoeft een actieplan om een goed functionerende Amsterdamse beurs binnen de Nederlandse economie te garanderen. De onderstaande tabel geeft een aanzet voor mogelijke segmenten en hun kenmerken:

Segment	Kenmerken
Internationale opererende bedrijven met een grote marketcap (AEX / AMX)	<ul style="list-style-type: none"> • Grote liquiditeit • Bezitten optienotering • Bezitten twee of meer noteringen in de wereld (US, Europa (Amsterdam) en Azië)
Semi internationaal opererende middelgrote bedrijven met een gemiddelde marketcap (AMX/AScX)	<ul style="list-style-type: none"> • Behoorlijke liquiditeit • Bezitten vaak een optienotering • Vaak zeer internationale niche spelers • Overname kandidaten voor grotere wereldspelers
Nationaal en internationaal opererende middelgrote en kleinere bedrijven met een beperkte marketcap (AScX/Alternext/nationale markt)	<ul style="list-style-type: none"> • Beperkte liquiditeit, beperkte freefloat • Deels in handen van participatiemaatschappijen en of private equity

- 213 Om dergelijke alternatieve ‘doorgroei’-beurzen succesvol te ontwikkelen, kan de overheid een complex van maatregelen overwegen. Mogelijke maatregelen voor nader onderzoek betreffen (1) fiscale stimuleringsmaatregelen door de overheid zoals in Frankrijk en Engeland het geval is, dan wel het faciliteren en organiseren van het opstellen van het prospectus voor kleine ondernemingen waardoor de kosten verlaagd worden en transparantie mogelijk geborgd kan worden, (2) aanpassingen in het marktmodel overeenkomstig bijvoorbeeld AIM in Londen of Alternext in Parijs, (3) het uitsluitend toegankelijk maken van Alternext voor professionele partijen waarmee het risicoprofiel (aansprakelijkheid) voor banken afneemt en het voor hen aantrekkelijker wordt om bedrijven naar deze beurs te brengen, (4) hoe de expertise in Nederlandse financiële sector op het gebied van beursintroducties van kleine en middelgrote ondernemingen verder ontwikkeld kan worden, (5) de vraag in hoeverre een bepaalde mate van due diligence voorgeschreven dient te worden waarvoor begeleidende banken verantwoording afleggen aan de beurs of AFM om informatie asymmetrie ten

opzichte van een verkoop te verkleinen en het vertrouwen in de markt te vergroten, en (6) de vraag hoe liquiditeit is te creëren c.q. te vergroten in een dergelijke markt⁸.

- 214 Cruciaal voor het slagen van dergelijke alternatieve beurzen is dat liquiditeit ontstaat in deze markten. Hoewel Alternext Parijs en AIM in London relatief succesvol zijn in het aantrekken van ondernemingen, is de liquiditeit van deze markten beperkt⁹. Het introduceren van ‘market makers’ of ‘liquidity makers’ conform bijvoorbeeld Nasdaq en de London Stock Exchange (“LSE”) zou hiervoor een oplossing kunnen zijn. Echter dit verhoogt de kosten van een notering en de effectiviteit ervan is onzeker aangezien deze partijen geen grote posities op hun boeken nemen als gevolg van het beperkte aantal vrij verhandelbare aandelen, waardoor ze gedwongen worden om met grotere spreads te werken.
- 215 De geschetste ontwikkelingen op de Nederlandse aandelenmarkt zoals een dalend aantal beursnoteringen als gevolg van overnames en globalisering, het wegvallen van een belangrijke bank, een verscherpte regulering en toezicht, alsmede een overwegend negatief sentiment, versterken de perceptie dat een verkoop sneller, eenvoudiger en goedkoper is. Om in een dergelijk klimaat ondernemingen te interesseren voor een beursgang vergt ook een veel nadrukkelijker promotie van de Amsterdamse Beurs als aantrekkelijke bron voor financiering dan tot op heden het geval is geweest. Enerzijds door Euronext Amsterdam zelf, maar ook door de overheid, de banken, financieel adviseurs en de (financiële) pers. Op beperkte schaal worden hiertoe inmiddels initiatieven genomen zoals het ‘Amsterdam trading venue’ initiatief van het Holland Financial Center (HFC). Voor dit initiatief heeft het bedrijfsleven, namens het HFC, geïnventariseerd of en hoe een versnelde en versoepelde toegang tot de Nederlandse kapitaalmarkt is te realiseren door optimalisatie van het noteringsproces en door het opheffen van belemmeringen in wet en regelgeving. Naast dergelijke initiatieven zou de overheid kunnen onderzoeken in hoeverre het mogelijk en wenselijk is om (semi) overheidsbedrijven via de beurs te privatiseren. Dergelijke nieuwe noteringen promoten mede de aantrekkelijkheid van de beurs.
- 216 De overheid zal kritisch moeten kijken in hoeverre wet- en regelgeving is aan te passen om deze belemmeringen op te lossen en daarmee de concurrentiepositie van de Nederlandse kapitaalmarkt te verbeteren.
- 217 De resultaten van dergelijke initiatieven kunnen vervolgens worden gebruikt in de promotie van de Nederlandse beurs richting Nederlandse en ook buitenlandse ondernemingen. Door de harmonisatie van de regelgeving in Europa ten aanzien van prospectussen is een level playing field ontstaan in Europa en kan het voor buitenlandse ondernemingen aantrekkelijk zijn om kapitaal aan te trekken via de Nederlandse beurs. Een gunstig vestigingsklimaat, het Nederlandse belasting regime, de aanwezigheid van hooggekwadificeerde adviseurs en de logistieke ligging van Nederland ten opzichte van Europa zijn daarbij belangrijke factoren die de Nederlandse overheid moet blijven waarborgen om competitief te blijven ten opzichte van andere Europese landen en Amsterdam te kunnen promoten als ‘gateway to capital Europe’. Met een goed functionerende beurs in combinatie met een uitstekend vestigingsklimaat wordt het aantrekkelijk voor buitenlandse ondernemingen om zich in Nederland te vestigen en aan de Amsterdamse beurs een notering te verkrijgen.

D.5. Conclusies

- 218 De Nederlandse beurs heeft te maken een aantal uitdagingen. Een belangrijke Nederlandse zakenbank is weggefallen als gevolg van de financiële crisis, de regulering en het toezicht nemen toe en als gevolg van overnames en globalisering is het aantal beursgenoteerde bedrijven sinds 2007 met ca. 25% afgenomen, terwijl nauwelijks sprake is van nieuwe beursnoteringen.
- 219 Mogelijke knelpunten in het aantrekken van nieuwe beursnoteringen zijn het huidige volatiele beursklimaat, de beperkte schaalgrootte van Nederlandse ondernemingen, de perceptie dat een verkoop eenvoudiger, sneller en goedkoper is, de Nederlandse cultuur en mentaliteit, alsmede de geringe promotie van de Nederlandse beurs.
- 220 Vooral ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf lijken geen toegang te krijgen tot de publieke aandelenmarkt. Als een belangrijk knelpunt voor dit segment noemen marktpartijen het hogere risicoprofiel

⁸ Op Europees niveau liggen voorstellen van de City of London voor het in kaart brengen van het functioneren van de kapitaalmarkt in Europa waarbij ook specifiek gekeken wordt naar het creëren van liquiditeit op alternatieve beurzen voor kleine en middelgrote ondernemingen. Het lijkt raadzaam voor de Nederlandse overheid om aansluiting te zoeken bij dit onderzoek.

⁹ Bron: onderzoek van URS Corporation in opdracht van de City of London

van deze ondernemingen waar voor investeerders onvoldoende hoger rendement tegenover lijkt te staan. Hier lijkt daarom sprake van een marktimperfectie.

- 221 Opvallend is dat in ons omringende landen kleine en middelgrote ondernemingen wel financiering aantrekken op de openbare aandelenmarkt via alternatieve beurzen zoals de Alternative Investment Market (AIM) in Londen en Alternext in Parijs.

D.6. Aanbevelingen

- 222 Nader onderzoek dient plaats te vinden hoe voor het midden- en kleinbedrijf de kapitaalmarkt een aantrekkelijke bron van financiering kan worden door bijvoorbeeld de introductie van een groeimodel met alternatieve beurzen voor kleinere ondernemingen en middelgrote ondernemingen
- 223 Daarbij kan de overheid een complex van maatregelen overwegen om dergelijke alternatieve beurzen succesvol te ontwikkelen. Hierbij kan gedacht worden aan (1) (fiscale) stimuleringsmaatregelen, (2) aanpassingen in het marktmodel in overeenstemming met bijvoorbeeld AIM in de UK in overleg met Euronext, (3) Alternext alleen toegankelijk maken voor professionele partijen, (4) verdere ontwikkeling van de expertise in de financiële sector op het gebied van beursintroducties van kleine en middelgrote ondernemingen, (5) het instellen van een due diligence regime waarvoor de begeleidende banken verantwoording afleggen aan de beurs of AFM, en (6) onderzoek naar mogelijke maatregelen om de liquiditeit van ondernemingen op deze beurzen te stimuleren.
- 224 De overheid dient nader te bezien of het de belemmeringen in wet- en regelgeving wil opheffen om de competitieve positie van Nederland te waarborgen.

E. Aanbodzijde - Institutionele beleggers

E.1. Managementsamenvatting

226 Nederlandse institutionele beleggers beheren een totaal vermogen van € 1,65 biljoen. Institutionele beleggers zijn onder te verdelen in pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen. Via de allocatie van het door hun beheerde vermogen oefenen institutionele beleggers invloed uit op de kapitaalmarkt en daarmee op de financierbaarheid van Nederland.

227 De afgelopen jaren is het in Nederland geïnvesteerde vermogen teruggebracht ten gunste van investeringen in het buitenland. De werkelijke investeringen in de binnenlandse economie en invloed hierop van institutionele beleggers, zijn als gevolg van de grote complexiteit van de markt en gebrek aan bestaande informatie niet precies te duiden.

228 Op basis van de bevindingen van dit onderzoek wordt het volgende geconcludeerd:

- De ontwikkelingen in de markt van institutionele beleggers leiden tot een grotere complexiteit en maken het moeilijk om de Nederlandse investeringen van deze groep vast te stellen.
- Institutionele beleggers hebben in hun huidige vorm en mogelijkheid geen directe verantwoordelijkheid voor een actieve rol in het verbeteren van de financierbaarheid van Nederland.
- Voldoende investeringsmogelijkheden die passen binnen de beleggingsstrategie van institutionele investeerders is de enige basis voor aanwas van het door hen in Nederland geïnvesteerde vermogen
- Institutionele beleggers zouden door de overheid beter kunnen worden betrokken bij initiatieven die van invloed zijn op het Nederlandse investeringsklimaat.

229 Om ervoor te zorgen dat Nederland in de toekomst een aantrekkelijk land blijft voor investeringen van institutionele beleggers is een aantal adviezen geformuleerd:

- Om meer inzicht te verkrijgen in feitelijke investeringen van institutionele investeerders in Nederland en de ontwikkelingen hiervan is meer onderzoek nodig.
- Een actieve dialoog tussen de overheid/DNB en institutionele beleggers, gericht op de ontwikkeling van de economie en markt voor institutionele investeerders op lange termijn, zou de financierbaarheid van het Nederlandse bedrijfsleven ten goede kunnen komen.
- Institutionele beleggers vinden dat bij het opstellen van wetgeving het effect op de aantrekkelijkheid van Nederland voor investeerders beter dient te worden meegenomen in de overwegingen.

E.2. Introductie; rol en doelstelling van institutionele beleggers

230 Institutionele beleggers beheren een groot deel van het gespaarde kapitaal van Nederlandse huishoudens. Onder institutionele beleggers worden, overeenkomstig de Wet op het financiële toezicht (artikel 1:1), beleggingsinstellingen, levensverzekeraars en pensioenfondsen verstaan. De wet noemt verder nog premiepensioeninstellingen, maar deze zijn vanwege hun recente ontstaan en relatief geringe beheerde vermogen buiten beschouwing gelaten¹⁰. Het beheer van het vermogen door institutionele beleggers is gericht op het kunnen voldoen van toekomstige verplichtingen. In het geval van een pensioenfonds betekent dit dat het

¹⁰ Ten tijde van het wetsvoorstel voor invoering van PPI's in Nederland in 2008 werd uitgegaan van 5 tot 10 PPI's in de eerste 5 jaar (Kamerstuk 31891 nr. 3). In een marktverkenning van Mercer (De PPI – eerste marktverkenning, 22 maart 2011) staat vermeld “Mercer is op de hoogte van het bestaan van veertien partijen die zich (enigermate) aan het voorbereiden zijn op het oprichten van een commerciële PPI”. Verder blijkt uit het onderzoek slechts een actieve PPI zijnde Be Frank. Op basis van deze bevindingen en het ontbreken van data over PPI's wordt deze groep institutionele beleggers als niet materieel beschouwd.

vermogen dat door deelnemers van een pensioenfonds wordt opgebouwd tijdens het werkzame leven, wordt belegd om te kunnen voldoen aan de uitkeringen van pensioengerechtigden nu en in de toekomst.

- 231 In dit onderzoek worden institutionele beleggers als aanbieders van kapitaal meegenomen aangezien de investeringsbeslissingen van deze partijen in belangrijke mate bepalen hoe het collectieve Nederlandse spaarvermogen wordt belegd. Als gevolg van de verregaande internationalisering van de financiële markten bestaan er nauwelijks barrières voor investeerders om in het buitenland te beleggen. Investeringsbeslissingen van institutionele beleggers vinden plaats binnen de kaders van het investeringsbeleid van de betreffende organisaties. Centraal in dit beleid staan de begrippen rendement en risico. Zowel uit de literatuur als uit de interviews die ten behoeve van dit onderzoek zijn uitgevoerd, kan worden afgeleid dat investeringen vooral zijn gebaseerd op risico en rendementsverwachtingen. Met het oog op rendement maximalisatie en spreiding van risico wordt vermogen voor een groot deel buiten de landsgrenzen geïnvesteerd. De ontwikkeling van het aandeel van het vermogen dat beleggers, verzekeraars en pensioenfondsen in de thuismarkten investeren heeft een direct effect op de toekomstige financierbaarheid van Nederland ondernemingen zoals deze in dit onderzoek wordt onderzocht.
- 232 Het effect van institutionele beleggers op de kapitaalmarkt is zowel direct als indirect. Enerzijds wordt het vermogen van de instellingen zelfstandig belegd. Anderzijds wordt het beheer van vermogen uitbesteed aan derden. In beide gevallen is sprake van een relatie met andere aanbieders op de kapitaalmarkt. Zo kan het bijvoorbeeld zijn dat een pensioenfonds via een ‘covered loan obligation’¹¹ een deel van de leningportefeuille van een bank overneemt. Een voorbeeld van een indirecte investering is wanneer een beleggingsinstelling een deel van haar vermogen belegt bij een private equity partij.

E.3. Omvang en werking van de markt voor institutionele beleggers

E.3.1. Huidige situatie

- 233 Het totale vermogen dat door institutionele beleggers wordt beheerd bedroeg ultimo 2010 € 1650¹² miljard. Pensioenfondsen beheren het grootste deel van dit vermogen (€ 801 miljard). Verzekeraars en beleggingsinstellingen beleggen respectievelijk € 406 en € 481 miljard. Slechts een klein deel van dit vermogen is daadwerkelijk in Nederland geïnvesteerd. Voor pensioenfondsen geldt dat 5,6%¹³ van het geïnvesteerd vermogen in aandelen en deelnemingen binnen Nederland is geïnvesteerd. In dit percentage zijn participaties in beleggingsinstellingen niet meegenomen aangezien onduidelijk is in welke mate de investeringen van deze beleggingsinstellingen binnen Nederland worden gedaan. Sinds 1999, bij de introductie van de Euro, is sprake van een sterke daling van het in Nederland geïnvesteerde vermogen als percentage van het totale vermogen. Wanneer men echter het procentuele in Nederland belegde vermogen vergelijkt met de omvang van de Nederlandse economie ten opzichte van de wereldeconomie, is nog altijd sprake van een zogenaamde “home bias”. Wel moet gezegd worden dat deze voorkeur voor investeringen in het thuisland kleiner is dan in andere West-Europese landen.
- 234 Een andere belangrijke ontwikkeling die al sinds enige jaren speelt, is het uitbesteden van het beheer van het pensioenvermogen door fondsen. Deze uitbesteding is een antwoord op de toegenomen complexiteit van financiële markten en producten en de daarmee stijgende kosten en toenemende behoefte aan deskundigheid. Het totale extern beheerde (niet door pensioenfondsen) beheerde vermogen bedroeg begin 2010 ongeveer 63% van het totale pensioenvermogen¹⁴. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat het onderbrengen van het vermogensbeheer door ABP en PFZW bij respectievelijk APG en PGGM een grote invloed op dit percentage hebben gehad. Desalniettemin leidt de toegenomen populariteit van uitbesteding van beleggingsbeheer tot een grotere complexiteit in het bepalen van de bestemming van investeringen. Als gevolg van deze complexiteit is onvoldoende inzicht in geografische bestemming van investeringen van beleggingsinstellingen. Zo is bijvoorbeeld het Amerikaanse BlackRock (na APG) de grootste beheerder van Nederlands pensioenvermogen

¹¹ Bij een loan covered obligation wordt een deel van de leningenportefeuille van een bank ondergebracht in een aparte juridische entiteit. Ter financiering van deze schuld geeft deze entiteit schuld papier (obligaties) uit. Dit schuld papier kan door beleggers worden gekocht. De beleggers behalen rendement via de rentebetalingen op de leningen door de oorspronkelijke schuldenaren.

¹² Op basis van cijfers DNB, www.statistics.dnb.nl

¹³ Op basis van cijfers DNB, www.statistics.dnb.nl

¹⁴ Trends in institutioneel Nederlands vermogensbeheer, Bureau Bosch, 8 november 2010; DNB, Statistisch Bulletin, juni 2010

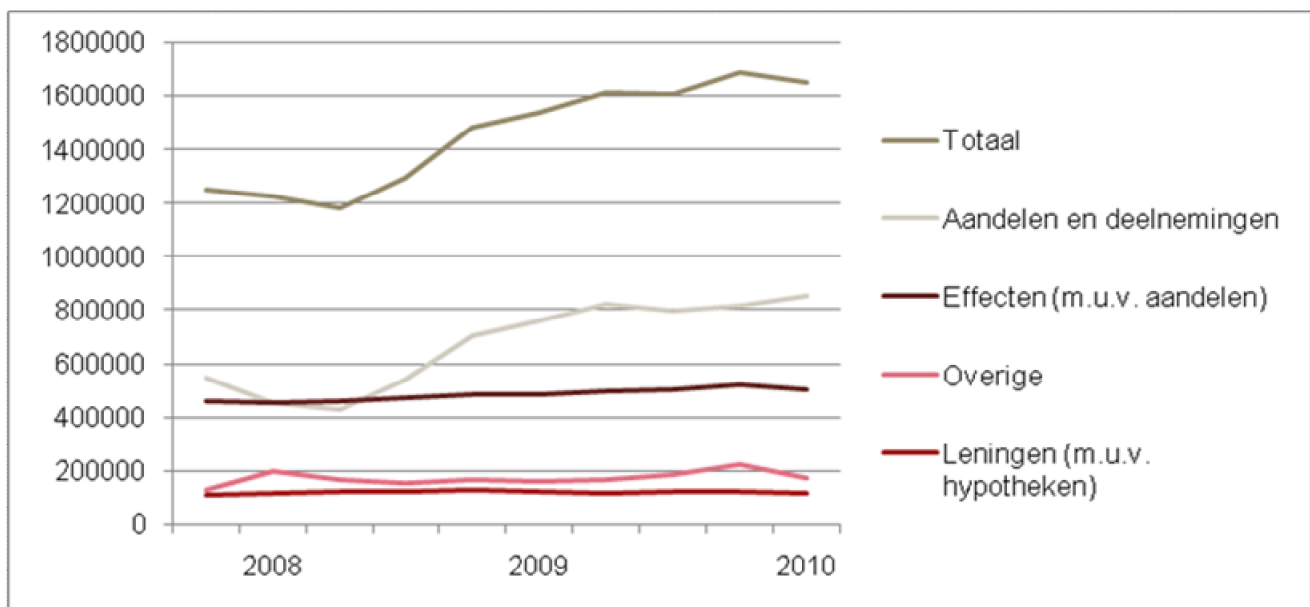
en investeert op haar beurt in zowel Nederland als daarbuiten. Alleen wanneer deze verhouding voor uitbesteed beleggingsbeheer bekend is, kan een uitspraak worden gedaan over de feitelijke investeringen van institutionele investeerders in de Nederlandse economie.

- 235 Door middel van het Financieel Toetsingskader wordt door de DNB invloed uitgeoefend op de investeringsportefeuille van pensioenfondsen. Een voorbeeld hiervan is de eis met betrekking tot het eigen vermogen:

Een pensioenfonds beschikt over een vereist vermogen met een zodanige omvang dat met een zekerheid van 97,5% wordt voorkomen dat het fonds binnen een periode van één jaar over minder beleggingen beschikt dan de hoogte van de technische voorzieningen. Dit vereist eigen vermogen neemt toe met de mate waarin het fonds blootstaat aan risico's. Het minimaal vereist eigen vermogen is de ondergrens van het vereist eigen vermogen en vloeit voort uit de implementatie van de Europese pensioenrichtlijn¹⁵.

- 236 De mening van veel pensioenfondsen is dat het FTK leidt tot een pro-cyclisch beleid aangezien de horizon voor wat betreft het risico van het beheerde vermogen is beperkt tot één jaar. Daarbij komt dat er in de bovenstaande regel een stimulans ligt besloten om bij een daling van de waarde van de beleggingsportefeuille het percentage aandelen terug te brengen, te gunste van minder risicovolle beleggingen ten einde het verplicht aan te houden eigen vermogen te verlagen.

Geïnvesteerde vermogen van Nederlandse institutionele beleggers (in miljoenen euro's)



- 237 Nederlandse institutionele beleggers beheren in vele opzichten een zeer grote hoeveelheid kapitaal. Wanneer enkel naar het pensioenvermogen wordt gekeken dan bedroeg dit in 2010 134% van het BNP¹⁶. Het ligt dat ook voor de hand om te onderzoeken welke rol deze organisaties spelen in de kapitaalstromen binnen ons land. De institutionele markt kan worden beschouwd als volwassen en relatief goed functionerend¹⁷ wat betreft de allocatie van kapitaal. De aantrekkelijkheid van de Nederlandse kapitaalmarkt voor institutionele beleggers wordt bepaald door een groot aantal factoren zoals onder andere lokale wet- en regelgeving, product assortiment, fiscale behandeling, functioneren van toezicht, en rendement en risicofactoren in de vorm van investeringsmogelijkheden. In de allocatiebeslissingen worden deze factoren gewogen, getoetst aan het beleggingsbeleid en de uitkomsten vergeleken met alternatieven.

¹⁵ Financieel Toetsingskader (FTK) voor pensioenfondsen, www.dnb.nl

¹⁶ Global Pension Asset Study 2011, Towers Watson, February 2011

¹⁷ Problematiek met betrekking tot de dekkingsgraden van pensioenfondsen wordt beschouwd als een voornamelijk sociaal economisch probleem (verouderende beroepsbevolking).

E.3.2. Wet- en regelgeving

- 238 Een belangrijke invloed vanuit wet- en regelgeving gaat uit van nieuwe kapitaaleisen voor pensioenfondsen. Het doel van deze maatregelen is om het risico op het belegd vermogen te verlagen door enerzijds beleggingen in relatief risicovolle producten te ontmoedigen en anderzijds de spreiding van investeringen te vergroten. Het idee hierachter is scherpe dalingen van het vermogen, zoals tijdens de financiële crisis, te voorkomen. Deze grotere zekerheid heeft echter een prijs: het verlagen van het risico leidt per definitie tot een verlaging van het verwachte rendement op lange termijn. Daarnaast leidt een herallocatie van investeringen in aandelen naar andere producten zoals bijvoorbeeld staatsobligaties niet noodzakelijkerwijs tot een verlaging van het risico.
- 239 Concreet voorbeeld hierbij is het verkopen van aandelen van grote multinationals ten gunste van de aankoop van staatsobligaties van landen als Griekenland en Portugal. Een ander concreet voorbeeld dat door sommige institutionele beleggers als een knelpunt wordt ervaren, zijn de maatregelen uit het wetsvoorstel naar aanleiding van de commissie-Frijns¹⁸ en het daarop volgende advies van de SER. Hierin wordt onder meer voorgesteld om het vermogen waarbij zeggenschap in een onderneming gemeld dient te worden, te verlagen van 5 naar 3 procent. Een ander onderdeel van het wetsvoorstel is dat aandeelhouders met een belang van tenminste 3 procent hun intenties duidelijk dienen te maken en elke wijziging van intenties dient te worden gemeld. Deze maatregelen hebben met elkaar gemeen dat zij de kosten voor het hebben van een belang van meer dan 3 procent in een Nederlandse beursgenoteerde onderneming verhogen en vormen hiermee een stimulans voor institutionele beleggers om dit belang af te bouwen. De voorgaande maatregelen verhogen ook indirect de kosten voor het uitoefenen van invloed van institutionele beleggers op de bedrijven waarin zijn investeren. Het wetsvoorstel behelst namelijk een verhoging van het vereiste belang in het kader van het agenderingsrecht van 1 naar 3%.
- 240 Een deel van de “home bias” van institutionele beleggers is te verklaren uit het feit dat de geografische nabijheid van Nederlandse ondernemingen het voor institutionele beleggers in ons land relatief eenvoudig (goedkoop) maakt om invloed uit te oefenen op de bedrijven waarin zij investeert. Dit verlaagt het risico en maakt aandelen van Nederlandse bedrijven hiermee relatief aantrekkelijk. Wanneer deze kosten als gevolg van het wetsvoorstel van de commissie Frijns echter worden verhoogd, heeft dit een dempend effect om de voordelen van investeren in Nederlandse bedrijven. Een mogelijk gevolg zou kunnen zijn dat de belangen van institutionele investeerders in Nederlandse bedrijven worden afgebouwd (ten gunste van investeringen buiten ons land). Het wetsvoorstel richt zich op het beperken van risico's die worden gevormd door agressieve investeerders (bijvoorbeeld hedge funds) die zich richten op rendement op de korte termijn. Een bijkomend effect hiervan is dat de kosten voor alle aandeelhouders die ofwel via het adviesrecht invloed willen uitoefenen ofwel een belang van meer dan 3% hebben, worden verhoogd.

E.3.3. Beleggingsstrategie

- 241 Elke institutionele belegger stelt een strategie op die tot doel heeft om het rendement van zijn portfolio te maximaliseren met inachtneming van het risico dat hiermee wordt gelopen. Daardoor zal vermogen alleen dan binnen Nederland worden belegd, wanneer investeringsmogelijkheden in ons land voldoen aan de juiste rendement/risico verhouding. Hierin schuilt een interessante wederkerigheid: investeringen in Nederland vinden alleen plaats bij voldoende rendement, terwijl voor dit rendement uiteindelijk voldoende investeringen nodig zijn.
- 242 Hierbij wordt uitgegaan de macro-economische relatie dat investeringen leiden tot groei, die vervolgens leidt tot een hoger rendement op investeringen¹⁹. Op basis van deze redenering zou gesteld kunnen worden dat het, ook voor institutionele beleggers, lonend zou kunnen zijn in om in Nederland te investeren. Immers, door bijvoorbeeld een bepaalde industrie te ontwikkelen door middel van investeringen kan Nederland op dit gebied een concurrerende propositie ontwikkelen, hetgeen leidt tot toekomstige groei en rendement.
- 243 Kanttekening hierbij is echter dat de beleggingshorizon voor een dergelijke visie op investeren veel groter is dan op dit moment gebruikelijk is bij institutionele beleggers en DNB (in het kader van het FTK). Een ander vereiste is een gezamenlijke inspanning van een groot aantal institutionele beleggers. Dit laatste is noodzakelijk om

¹⁸ Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance van 30 mei 2007

¹⁹ Uit de redenering valt ook de aanleiding van dit onderzoek af te leiden: minder investeringen leiden tot een verminderde financierbaarheid van groei wat leidt een lager rendement hetgeen weer resulteert in minder interessante investeringsmogelijkheden.

ervoor te zorgen dat de totale investeringen voldoende zijn voor een macro-economische stimulans en terwijl individuele investeringen van investeerders klein genoeg zijn om het risico van elke investeerder te beperken. Daarnaast vereist dit idee een veel actieve rol van institutionele investeerders in het stimuleren van de Nederlandse economie die verder gaat dan het doen van investeringen op basis van een reactieve analyse van rendement en risico. De overheid zou een stimulerende en faciliterende rol kunnen spelen om de visie op en functie van institutionele investeerders ter discussie te stellen. Daarnaast kunnen de overheid en DNB actief bijdragen door het creëren van de juiste randvoorwaarden voor het mogelijk maken van een actievere rol van institutionele investeerders in de Nederlandse economie.

- 244 In de voorgaande paragraaf werd besproken dat regulering de spreiding van investeringen bevordert. Gesteld moet echter worden dat spreiding, ofwel diversificatie, ook een belangrijke basis vormt voor de beleggingsstrategieën zoals deze door de investeerders zelf worden ontworpen. Diversificatie heeft tot doel om het risico op vermogensverlies te reduceren. Er zijn meerdere dimensies waarlangs gediversifieerd kan worden, bijvoorbeeld diversificatie op industrie of type investering (aandelen, obligaties, vastgoed, etc.). Een andere belangrijke methode om te diversifiëren is het investeren in het buitenland: geografische diversificatie. Een belangrijke vraag die uit de interviews naar voren is gekomen is, of het huidige niveau van diversificatie daadwerkelijk noodzakelijk is voor een aanvaardbaar risiconiveau. Wanneer geconcludeerd zou worden dat een kleinere mate van (geografische) diversificatie acceptabel is, dan zou dit een positieve uitwerking kunnen hebben op investeringen in Nederland van institutionele beleggers.
- 245 Een andere maatregel om het risico op investeringen te verkleinen is een minimaal liquiditeitsniveau. Dit houdt in dat investeringen niet voor lange termijn vast mogen zitten in een bepaalde belegging. Deze focus op liquiditeit in de strategie van institutionele beleggers zorgt ervoor dat investeringen anders dan verhandelbare waardepapieren en aandelen moeilijk zijn te realiseren.

E.4. Veranderingsbehoefte

- 246 De invloed die institutionele beleggers momenteel en in de toekomst hebben op de financierbaarheid van Nederland is aanzienlijk. Om investeringen in het NL bedrijfsleven te stimuleren verdient het aanbeveling deze industrie meer te betrekken bij totstandkoming van wet- en regelgeving met een invloed op het Nederlandse investeringsklimaat. Ontmoetingen met investeerders komen op dit moment vaak voort uit incidenten. Denk hierbij aan de huidige interactie tussen DNB en pensioenfondsen waarbij het oplossen van het dekkingstekort op basis van actuariële eisen van DNB centraal staat. Het optreden van een toezichthouder in tijden van crisis wordt hier niet ter discussie gesteld. Echter, het zou interessant kunnen zijn om ook op lange termijn een constructieve relatie te onderhouden. Uitgangspunt hierbij is dat wet- en regelgeving een effectief middel vormen om de gezondheid van institutionele investeerders te bewaken en tegelijkertijd aandacht te houden voor economische belangen.
- 247 Het huidige investeringsmodel van institutionele beleggers is niet gericht op een actieve betrokkenheid bij het stimuleren van de Nederlandse economie. De huidige visie op de positie van deze partijen in de economie en de bestaande 'common practice' met betrekking tot institutioneel vermogensbeheer is moeilijk te combineren met deze rol als actieve stimulator van de binnenlandse economie. Dit laatste feit zou echter geen reden moeten zijn om het gesprek hierover niet te voeren. Aan een dergelijke discussie zouden vertegenwoordigers van zowel institutionele beleggers, overheid, bedrijfsleven alsook wetenschap moeten deelnemen. Voor wat betreft institutionele beleggers lijkt in deze discussie vooral een rol weggelegd voor pensioenfondsen. Argument hiervoor is langere horizon die impliciet aan pensioeninvesteringen verbonden is. Daarnaast kan nog worden aangedragen dat een nieuwe visie op het beheer van pensioenvermogen noodzakelijk is met het oog op evidente problemen op de lange termijn van het huidige pensioenstelsel.
- 248 Naast pogingen om meer institutioneel vermogen binnen Nederland te investeren, is meer inzicht vereist in de huidige omvang van deze investeringen. Als gevolg van de omvang van het vermogen en onderlinge samenhang is de vaststelling en ontwikkeling van in Nederland geïnvesteerd vermogen zeer complex. Een juist beeld hiervan is cruciaal als input voor een gesprek met institutionele beleggers over hun rol in de Nederlandse economie.

E.5. Conclusies

- 249 De ontwikkelingen in de markt van institutionele beleggers leiden tot een grotere complexiteit en maken het moeilijk om de Nederlandse investeringen van deze groep vast te stellen. De toename van fiduciair vermogensbeheer en de toename van pensioenvermogen dat in het buitenland wordt belegd zijn voorbeelden een toegenomen complexiteit. Als gevolg hiervan is het moeilijk om vast te stellen welk deel van het vermogen van institutionele beleggers daadwerkelijk in Nederland wordt belegd.
- 250 Institutionele beleggers zien in hun huidige vorm en rol geen directe verantwoordelijkheid voor een actieve rol in het verbeteren van de financierbaarheid van Nederland. Het investeren van vermogen binnen Nederland of daarbuiten is volledig afhankelijk van de verhouding tussen rendement en risico die een investering biedt. De financierbaarheid van Nederland speelt in de investeringsbeslissing geen rol. Directe inmenging van de overheid in de beleggingsstrategie van investeerders wordt als zeer onwenselijk beschouwd, omdat dit een efficiënte werking van de kapitaalmarkt zou belemmeren.
- 251 Institutionele beleggers worden door de overheid weinig betrokken bij initiatieven die van invloed zijn op het Nederlandse investeringsklimaat. Aan de ene kant wordt de aantrekkelijkheid van Nederland voor investeerders beïnvloed door wet- en regelgeving. Daarnaast ontplooit de overheid initiatieven die ons land voor investeerders interessanter moeten maken. Tijdens het onderzoek is gebleken dat institutionele beleggers van mening zijn dat zij in beide gevallen onvoldoende door de overheid worden geïnformeerd dan wel geconsulteerd.

E.6. Aanbevelingen

- 252 Om meer inzicht te verkrijgen in feitelijke investeringen van institutionele investeerders in Nederland en de ontwikkelingen hiervan is meer onderzoek nodig. Onder andere de steeds groter wordende hoeveelheid fiduciair beheerd vermogen is van grote invloed op de uiteindelijke bestemming van het collectieve spaarvermogen in Nederland. Door meer inzicht in deze markt kan invloed van de rol van institutionele beleggers bij de financierbaarheid van Nederland exacter worden bepaald.
- 253 Tussen de overheid/DNB en institutionele beleggers dient een constructieve dialoog te worden opgestart, gericht op de ontwikkeling van de economie en markt voor institutionele investeerders op lange termijn. Het doel van een dergelijke dialoog is om risico's te beperken terwijl oog wordt gehouden voor de aantrekkelijkheid van de Nederlandse economie voor investeerders. Daarnaast kan de overheid profiteren van de kennis en expertise van institutionele beleggers in het ontplooiën van initiatieven die de concurrentiepositie van de Nederlandse economie moeten vergroten.

Bij het opstellen van wetgeving dient het effect op de aantrekkelijkheid van Nederland voor investeerders te worden meegenomen. In het wetsvoorstel naar aanleiding van het advies van de commissie-Frijns lijkt volgens institutionele beleggers gekozen voor een eenzijdige benadering met een focus op bescherming van Nederlandse bedrijven tegen activistische (of agressieve) beleggers. Het huidige wetsvoorstel leidt echter tot hogere kosten voor alle aandeelhouders met ofwel een belang van meer dan 3 procent en/of een voorkeur actieve inspraak.

F. Aanbodzijde - Private equity / venture capital

F.1. Managementsamenvatting

- 254 Als onderdeel van de Monitor Financierbaarheid Nederland heeft PwC Corporate Finance 5 private equity maatschappijen geïnterviewd en de gegevens uit de jaarlijkse NVP Monitor van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen geanalyseerd. Op basis van deze analyse zijn wij tot de volgende inzichten en conclusies gekomen met betrekking tot de financierbaarheid van het Nederlandse bedrijfsleven vanuit het perspectief van de private equity-maatschappijen. Aangezien het onderzoek betrekking heeft op een beperkt aantal deelnemers, raden wij nader specifiek onderzoek aan voor een eventuele verdiepingsslag.
- 255 De private equity-sector in Nederland heeft per eind 2010 geïnvesteerd in ca. 1.320 bedrijven en het aantal investeringen en het geïnvesteerd bedrag is weer toegenomen ten opzichte van 2009. Hiermee vertegenwoordigt deze sector een substantieel deel van het aanbod voor bedrijfsfinancieringen.
- 256 Voor ondernemingen die winstgevend zijn en een ondernemingswaarde hebben van circa €30 miljoen tot boven de €200 miljoen (de 'sweetspot' van traditionele private equity/buyout fondsen) lijken er geen serieuze knelpunten te zijn met betrekking tot de financieringsbehoefte. Voor startende ondernemingen en ondernemingen in het begin van hun bestaan is het altijd al moeilijk geweest om vreemd vermogen aan te trekken, vanwege het hoge risico. Echter, lijkt dit de laatste jaren nog moeilijker te zijn geworden. Dit is in het bijzonder het geval in de start- en seedfase en de zogenoemde 'valley of death' fase. De ontwikkelingsmaatschappijen en venture capital fondsen bieden mogelijk een uitkomst voor deze ondernemingen.
- 257 Echter is het ook moeilijker geworden voor venture capital maatschappijen om nieuwe fondsen te werven. Met name fondsen die zich richten op zogenaamde later stage venture investeringen²⁰ hebben nu relatief weinig kapitaal beschikbaar om dergelijke nieuwe investeringen te doen.
- 258 Het gebrek aan vreemd en/of eigen vermogen kan nadelig uitpakken voor de ontwikkeling van innovatieve bedrijven in Nederland. De overheid zou een drijvende kracht kunnen zijn om investeringen in fondsen voor innovatieve kleine ondernemingen en de investeringen en kredietverlening in deze ondernemingen te blijven stimuleren.
- 259 Zeer belangrijk hierbij is dat de huidige financieringsfaciliteiten van de overheid (vb. GO, groei, seed, BMKB) blijven bestaan en dat er nieuwe faciliteiten worden ontwikkeld voor de later stage venture fondsen, om zo in het bijzonder de kleine risicovolle ondernemingen te blijven ondersteunen.

F.2. Introductie: rol en doelstelling van Private Equity

- 260 Het vermogen dat private equity-maatschappijen investeren in Nederlandse ondernemingen is van grote economische betekenis. Het vermogen onder beheer van ca. € 24 mrd is geïnvesteerd in ruim 1.320 bedrijven die voor het overgrote deel in Nederland gevestigd zijn. Deze bedrijven hebben gezamenlijk een omzet van meer dan € 82 mrd (ca. 18% van het BBP) en tellen ca. 350.000 werknemers in Nederland (ca. 6% van de werkgelegenheid). Deze cijfers zijn inclusief (grote) buyout transacties. (NVP, 2011)
- 261 De term private equity wordt gebruikt voor investeringen in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Private equity omvat zowel investeringen in jonge, snel groeiende (technologie)bedrijven - ook wel aangeduid als venture capital - als investeringen in volwassen bedrijven.

²⁰ Later stage venture investments (ookwel 'late-fase financiering') is een verzamelnaam voor buyout-financiering en overige financiering voor volwassen ondernemingen (NVP, *Ondernemend Vermogen: De Nederlandse Private Equity Markt In 2010*, april 2011)

262 Kenmerken van private equity-maatschappijen zijn:

- Het vermogen waarmee geïnvesteerd wordt is meestal afkomstig van institutionele investeerders, zoals banken, verzekeraars en pensioenfondsen en van family offices en private investeerders. Dit vermogen wordt gemiddeld voor een periode van 10 jaar geïnvesteerd;
- Een private equity maatschappij investeert dit vermogen vervolgens in niet-beursgenoteerde bedrijven waarin zij groei- en/of verbeteringsmogelijkheden ziet;
- Zij neemt meestal een meerderheidsbelang, of op zijn minst een groot minderheidsbelang.
- Zij maakt samen met het ondernemingsbestuur een plan en blijft betrokken tot het is uitgevoerd, gemiddeld 5 tot 7 jaar in Nederland.

263 Een groot verschil met kredietverschaffers is dat private equity maatschappijen in eigen vermogen investeren en dus mede-eigenaar worden van een onderneming, eventueel aangevuld met een achtergestelde lening²¹. Hierdoor krijgt de private equity maatschappij een grote betrokkenheid bij de onderneming en heeft er een groot belang bij dat de onderneming gezond opereert en groei realiseert.

264 Kredietverschaffers, voornamelijk banken, verschaffen leningen, waarover een bepaalde rente wordt vergoed en die op basis van een aflossingsschema wordt terugbetaald. Deze partijen zijn nadrukkelijk minder bereid risico te lopen dan private equity maatschappijen. In het geval van een faillissement zijn zowel het eigen vermogen als de achtergestelde leningen achtergesteld aan het vreemd vermogen dat is verstrekt aan de onderneming.

265 De private equity maatschappijen hebben als doel om groei te realiseren, waardoor het resultaat en de werkgelegenheid toeneemt en zo een bovengemiddeld rendement op de investering te behalen. Belangrijke criteria voor de investeringsbeslissing om dit te realiseren zijn:

- Kwaliteit en ervaring van het management;
- Professionaliteit en stabiliteit van de organisatie;
- Professionaliteit van informatieverstrekking;
- Gevestigd in Nederland;
- Begrijpbaarheid van de business;
- Groeipotentieel en innovatie; en
- Goede (potentiële) marktpositie.

266 Er wordt door de private equity maatschappijen aangegeven dat financiering, ofwel de moeilijkheid daarvan, geen op zichzelf staande reden is om een bepaalde investering niet te doen. Vaak is het een combinatie van (het gebrek aan) bovenstaande factoren. Beschikbaarheid van vreemd vermogen bepaalt wel de aantrekkelijkheid van een investering, dit speelt minder een rol voor venture capital investeringen.

F.2.1. Soorten private equity

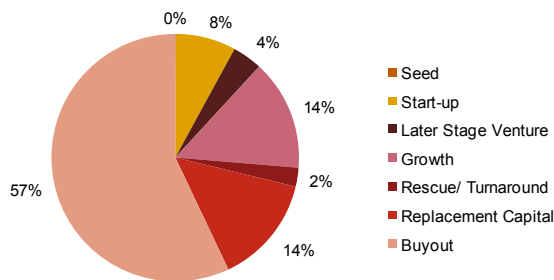
267 Binnen de private equity sector is het belangrijk om verschillende soorten eigen vermogen financieringen te onderscheiden:

- **Seed financiering:** Financiering voor onderzoek, bepaling en ontwikkeling van het initiële concept voordat start-up fase wordt bereikt;
- **Start financiering:** Financiering voor een productontwikkeling en initiële marketingactiviteiten van beginnende ondernemingen. Deze ondernemingen maken nog geen operationele winst;
- **Expansie/later stage venture financiering:** Financiering voor het verder commercialiseren van productie en verkoop bij ondernemingen die hun productontwikkeling voltooid hebben, maar nog geen winst genereren. Ook gebruikt voor groeifinanciering in volwassen bedrijven;
- **Buy-out financiering:** Financiering van overnames waarbij een deel van de aandelen wordt gekocht door het zittende management (management buy-out) of door nieuw management (management buy-in); en

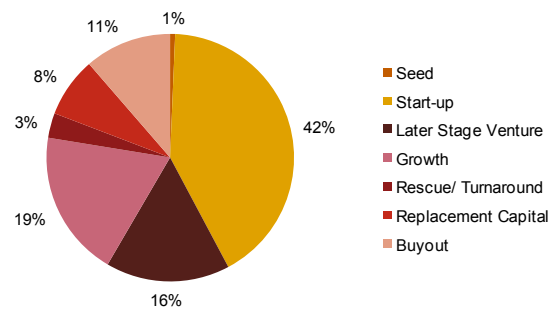
²¹ Een achtergestelde lening kan worden gebruikt om de totale financiering aan te vullen en/of om er voor te zorgen dat de aandelen van het management niet te veel verwateren. Achtergestelde leningen lijken vaker te worden toegepast, om zo in staat te zijn om op een snelle manier een investering te voltooien.

- **Turn-around financiering:** Investering in een bedrijf dat verlies lijdt en waarvan de continuïteit zonder extern vermogen niet is gewaarborgd. Door middel van een investering en een reorganisatie kan de onderneming weer levensvatbaar worden.

Invested amounts (€ '000) - 2010



No. of investments - 2010



Source: NVP 2011

- 268 Seed financiering en start financiering worden voornamelijk verschaft door ontwikkelingsmaatschappijen²² en venture capital fondsen. De financieringsstructuur van investeringen in deze categorieën wordt voornamelijk gedomineerd door eigen vermogen, eventueel in combinatie met achtergestelde leningen. Door het hoge risico en grote kapitaalbehoefte is het uitermate moeilijk om bankfinanciering aan te trekken voor dit type ondernemingen.
- 269 Expansiefinanciering, buy-out financiering en turn-around financiering worden voornamelijk verschaft door de traditionele private equity of buy-out fondsen, die over het algemeen substantieel meer vermogen onder beheer hebben dan bovenstaande fondsen. Bij deze fondsen wordt er veelal een financieringsstructuur opgezet waarbij zowel vreemd als eigen vermogen wordt aangetrokken, tegenwoordig vaak in de verhouding 1:1.
- 270 De grootte van de investering hangt ook af van het soort financiering dat wordt gevraagd. Bij de buy-out fondsen kan het geïnvesteerd eigen vermogen oplopen tot meer dan € 100m. Een van de geïnterviewde ontwikkelingsmaatschappijen heeft aangegeven dat de ondergrens rond €50.000-€ 75.000 ligt. Het geïnvesteerd vermogen per investering van venture capital is gemiddeld ca. € 900.000 en van groei fondsen gemiddeld ca. € 3m in 2010. Het gemiddelde geïnvesteerde bedrag van het totaal aantal investeringen in Nederland was € 4.4m in 2010. (NVP, 2011)

F.3. Omvang en werking van de markt voor Private Equity

- 271 Nadat in 2008 en 2009 de economische recessie zich heeft laten gelden in de Nederlandse private equity sector, laten cijfers van de NVP een herstel zien in 2010. Na een periode waarin zowel investeringen en desinvesteringen daalden, zijn investeringen door de private equity sector weer flink gestegen van € 0,8 mrd in 2009 tot € 1,4 mrd in 2010. Desinvesteringen stegen in deze periode licht; van € 0,5 mrd tot € 0,7 mrd. Daarnaast is er in 2010 € 1,3 mrd aan nieuwe fondsen geworven en is het totale vermogen onder beheer van Nederlandse private equity maatschappijen gestegen tot € 24,3 mrd. (NVP, 2011)
- 272 Het aantal ondernemingen dat financiering aantrok via private equity was 308 in 2010, in lijn met 2009. Opvallend is dat het gemiddeld geïnvesteerde bedrag in deze ondernemingen steeg van € 2.5m tot € 4.4m. Een oorzaak van deze stijging is een terugkeer in 2010 van de grotere equity investeringen, echter is er ook een lichte stijging van de seed, start-up en later stage venture investeringen geconstateerd, namelijk van ca. € 0.8m naar € 0.9m per investering. Het aantal investeringen in 2010 in dit segment was 180, met een totaal vermogen van € 162m. (NVP, 2011)

²² Ontwikkelingsmaatschappijen zijn investeringsmaatschappijen waar nationale, regionale en lokale overheden een deel van het kapitaal verschaffen, om zo de groei van innovatieve bedrijven die zich profileren als trekker of voorloper in de regionale economie te bevorderen.

273 Daarnaast is het opvallend dat in 2009 nog bijna de helft van de desinvesteringen was gefailleerd of een voorziening heeft getroffen, terwijl dit slechts voor 4,1% van de desinvesteringen in 2010 het geval was. Het lijkt er op dat private equity de pijn in 2009 heeft genomen. (NVP, 2011)

274 Het merendeel van het geïnvesteerd vermogen in 2010 is geïnvesteerd in de sectoren “Consumenten goederen, diensten en retail” (23%) en in “Zakelijke en industriële producten en diensten” (22%). In de gezondheidzorg en biotechnologie sector is in 2010 12% van het totaal vermogen geïnvesteerd. Gemeten naar aantallen, is deze sector met 34% in 2010 de grootste sector. Sectoren als horeca en vastgoed worden vaak uitgesloten door private equity maatschappijen. (NVP, 2011)

275 Gedurende 1,5 jaar was de blik van private equity maatschappijen naar binnen gericht; op het herinvesteren in de ondernemingen die de crisis zijn doorgekomen om zo hun balans te versterken en klaar te stomen voor de toekomst. De verwachting is dat de blik zich nu ook weer naar buiten zal richten voor nieuwe investeringen.

F.3.1. Trends in financiering

276 Huidige trends in financieringsstructuren van private equity investeringen, zoals aangegeven door de deelnemers van dit deelonderzoek, zijn onder andere:

- Er is een groter gat tussen de vraag- en biedprijs. Hierdoor worden transacties en eigen vermogensstructuren complexer, bijvoorbeeld door ingewikkelde earn-out constructies;
- Er wordt meer eigen vermogen geïnvesteerd dan voor de crisis. De verhouding vreemd vermogen eigen vermogen was 2:1 en is nu 1:1. Echter is door een aantal van de deelnemers aangegeven dat de verhouding van 2:1 of hoger ook wel erg risicovol was;
- De banken eisen een hogere opslag en bij grotere transacties wordt de financiering sneller door een combinatie van banken verschaft (per bank maximaal € 50m);
- Meer focus op het verbeteren van de organisatie en het realiseren van groei;
- Door de economische crisis is er extra kapitaal nodig voor de portefeuille bedrijven om zo te herstellen, ofwel bepaalde groei te kunnen realiseren. Dit kapitaal wordt vaak niet alleen door de banken verstrekt, de private equity maatschappij en/of het management worden ook geacht kapitaal bij te storten;
- Er vinden meer combinaties van financieringen met publiek en privaat kapitaal plaats;
- Aflossingen en rentebetalingen op achtergestelde leningen worden uitgesteld, indien nodig;
- Private equity maatschappijen worden vaker benaderd door ondernemingen waar het niet lukt om bankfinanciering te krijgen. Echter is het sterk afhankelijk van de casus en bij welke private equity maatschappij dit voorkomt of er eigen vermogen geïnvesteerd zal worden.

277 Deze trends geven aan dat er minder risicovol wordt geïnvesteerd, er is minder vreemd vermogen beschikbaar en de financieringsstructuren worden complexer. Een goede samenwerking tussen de banken, private equity maatschappijen en ook de ontwikkelingsmaatschappijen/overheid lijkt cruciaal om aan de financieringsbehoefte te kunnen voldoen.

F.4. Veranderingsbehoefte

278 De onderstaande inzichten zijn naar voren gekomen in de interviews met de onder N.4. genoemde private equity-maatschappijen.

F.4.1. De veranderingsbehoefte van private equity en venture capital

279 Voor ondernemingen die winstgevend zijn en een ondernemingswaarde hebben van circa €30 miljoen tot boven de €200 miljoen (de 'sweetspot' van traditionele private equity/buyout fondsen) lijken er geen serieuze knelpunten te zijn met betrekking tot de financieringsbehoefte. Hier lijkt dan ook geen verdere behoefte te zijn aan stimulering van de overheid naast de bestaande groeifaciliteit. Opgemerkt wordt dat de investeringen die gestart zijn in 2006/2007 in de komende jaren veelal geherfinancierd zullen moeten worden. Het is de vraag of daar voldoende financiering voor aanwezig zal zijn gezien de krappere markt voor bancaire financiering ten opzichte van de ruime beschikbaarheid in 2006/2007 voor de financiële crisis.

-
- 280 Daarnaast is er wel de behoefte dat de overheid betrouwbaarheid uitstraalt en de betrokken partijen tijdig informeert over op handen zijnde veranderingen, zodat de ondernemingen en investeerders niet voor verrassingen komen te staan. Een van de onderliggende drijvers voor een goed werkende private equity sector is een stabiele wet- en regelgeving waardoor investeerders niet tijdens de investeringscyclus worden verrast. Ook is het van belang dat de concurrentiepositie van Nederlandse bedrijven en investeerders niet benadeeld wordt door regulering vanuit de overheid, bijvoorbeeld op het gebied van fiscaliteit.
- 281 Voor venture capital investeringen lijkt het in de laatste jaren echter nog moeilijker te zijn geworden om vreemd vermogen aan te trekken. Ook lijkt er een perceptie te ontstaan waarbij venture capital fondsen en fondsen die in MKB investeren een lager rendement behalen dan de grote buy-out fondsen. Hierdoor ontstaat het risico dat institutionele investeerders, zoals de pensioenfondsen, hun beleggingen in venture capital fondsen terugbrengen. Met name fondsen die zich richten op later stage venture investeringen hebben nu relatief weinig kapitaal beschikbaar om dergelijke nieuwe investeringen te doen. Dit wordt bevestigd door gegevens uit de Preqin database, waaruit blijkt dat slechts 0.3% van het gecommiteerde kapitaal aan Nederlandse private equity maatschappijen door Nederlandse institutionele investeerders wordt gealloceerd aan venture capital fondsen. De overheid zou een drijvende kracht kunnen zijn om investeringen in fondsen voor innovatieve kleine ondernemingen en de investeringen in en kredietverlening aan deze ondernemingen te blijven stimuleren.

F.4.2. De veranderingsbehoefte van het MKB

- 282 Een belangrijk knelpunt voor MKB bedrijven om ofwel vreemd of eigen vermogen aan te trekken is de informatievoorziening. Het dossier dat gepresenteerd wordt moet de betrokkenheid en ambitie van de ondernemers uitstralen. Het schort soms aan de professionaliteit, waardoor de banken en of private equity maatschappijen niet bereid zijn te investeren. Een oplossing hiervoor zou kunnen zijn dat er meer standaard rapportages worden ontwikkeld en mogelijk dat er subsidies komen zodat de ondernemers professionele ondersteuning kunnen inschakelen om de financiële huishouding op orde te krijgen.
- 283 Een ander knelpunt is dat de operationele kosten voor banken om het MKB te bedienen verhoudingsgewijs te hoog zijn. De procedures kunnen complex en tijdrovend zijn, terwijl de marges lager zijn, waardoor het niet interessant is om een lening te verstrekken. Ook hier zou het helpen als er meer standaard procedures worden ontwikkeld, die minder complex zijn.
- 284 Bij bovenstaande punten raden wij aan nader onderzoek te doen om verder inzicht te krijgen in hoe de rapportages en procedures gestandaardiseerd zouden kunnen worden.
- 285 Indien private equity maatschappijen investeren in het MKB moeten de ondernemers vaak wennen aan het mede-eigenaarschap van de nieuwe aandeelhouders en is het soms zo dat de ondernemers hierdoor geen private equity willen aantrekken. Dit is bijvoorbeeld van toepassing in de zorg, waar in toenemende mate private equity wordt aangetrokken aangezien banken terughoudender zijn geworden in deze sector te investeren. De samenwerking tussen de onderneming en de private equity maatschappij neemt hierdoor toe aan belang.
- 286 Tot slot, kan het zo zijn dat de sterk groeiende onderneming die net een uniek product op de markt heeft gebracht en omzet begint te genereren niet in staat is deze groei te financieren. Dit wordt ook wel 'the valley of death' genoemd. Hierdoor zouden alle voorgaande faciliteiten en investeringen alsnog verlieslatend kunnen zijn. Daarom is het erg belangrijk dat bedrijven die de seed- en startfase goed zijn doorgekomen goed worden begeleid in de groeifase en nog steeds van faciliteiten van de overheid gebruik zouden kunnen maken.

F.4.3. De huidige faciliteiten

- 287 Er bestaat een risico dat huidige financieringsfaciliteiten vanuit de overheid (groei, Technopartner Seed, BMKB) worden gewijzigd door nieuwe beleidsvoering vanuit de regering. Echter, dit zijn belangrijke regelingen voor in het bijzonder de kleine en/of risicovolle ondernemingen en daarom is er behoefte aan stabiliteit. De bovenstaande faciliteiten zijn zeer effectief gebleken als stimulans om investeringen mogelijk te maken die anders niet of pas later gedaan zouden zijn en worden daarom als een goede ontwikkeling beschouwd die nodig zijn voor de financiering.

288 Met betrekking tot de faciliteiten die de eigen vermogen financiering bevorderen, Technopartner Seedfaciliteit en groeifaciliteit, is een aantal aanbevelingen voor aanpassingen gedaan:

- *Technopartner Seed-faciliteit:*
 - Momenteel moeten participaties, die gefinancierd zijn door venture capital fondsen die gebruik maken van de seed-faciliteit, na 6 jaar gedesinvesteerd worden door deze fondsen. Zo'n geforceerde exit is niet altijd wenselijk voor zowel de participatie als het investeringsfonds en daarom zou de aanbeveling zijn om meer flexibel met de termijnen om te gaan;
 - Momenteel is de maximale investering in een participatie € 2.5m, ofwel geïnvesteerd door een venture capital fonds die gebruik maakt van de seed-faciliteit ofwel door externe investeerders. Zodra de totale investering van € 2.5m bereikt is, is het niet meer toegestaan voor het venture capital fonds, die gebruik maakt van de seed-faciliteit, om meer te investeren. Dit heeft tot gevolg dat het investeringsfonds niet meer deel kan nemen aan nieuwe investeringsrondes en dat hierdoor de zeggenschap verwatert en het fonds niet meer kan optreden als katalysator voor het aantrekken van nieuwe investeerders. De aanbeveling zou zijn dat de grens van € 2.5m wordt verhoogd.
- *Groeifaciliteit:*
 - De groeifaciliteit zou aantrekkelijker worden indien de termijn van premiebetalingen teruggebracht kan worden tot minder dan 6 jaar, in het geval dat de onderneming in staat is om op eigen benen te staan en de investering in eigen vermogen weer renderend is.

289 Daarnaast is er de behoefte dat er voor fondswerving voor venture capital maatschappijen ondersteuning vanuit de overheid komt. Met name fondsen die zich richten op later stage venture investeringen hebben nu relatief weinig kapitaal beschikbaar om dergelijke nieuwe investeringen te doen. Dit kan nadelig uitpakken voor de ontwikkeling van innovatieve bedrijven in Nederland.

290 Tot slot, is er een behoefte dat zorgondernemingen ook onder de faciliteiten vallen, omdat deze investeringen nu veelal worden uitgesloten.

291 Naast de behoefte van later stage venture capital fondsen en zorgondernemingen, lijkt er geen behoefte te zijn aan meer faciliteiten vanuit de overheid, eerder aan aanpassingen, zoals hierboven aangegeven. Nadere specifiek onderzoek op dit punt onder een groter aantal partijen is aan te bevelen teneinde de aanpassingen zo effectief mogelijk te maken.

F.5. Conclusies

- De private equity sector in Nederland heeft ca. € 24 mrd onder beheer en het aantal investeringen en het geïnvesteerd bedrag is weer toegenomen in 2010. Hiermee draagt deze sector een substantiële bijdrage aan het aanbod voor bedrijfsfinancieringen.
- De trends in financieringsstructuren geven aan dat er minder risicovol wordt geïnvesteerd, er is minder vreemd vermogen beschikbaar en de financieringsstructuren worden complexer opgesteld.
- Voor ondernemingen die winstgevend zijn en een ondernemingswaarde hebben van circa €30 miljoen tot boven de €200 miljoen (de 'sweetspot' van traditionele private equity/buyout fondsen) lijken er geen serieuze knelpunten te zijn met betrekking tot de financieringsbehoefte.
- Voor venture capital investeringen lijkt het in de laatste jaren echter moeilijker te zijn geworden om vreemd vermogen aan te trekken, in het bijzonder in de start- en seedfase en 'valley of death'. De ontwikkelingsmaatschappijen en venture capital fondsen bieden mogelijk een uitkomst voor deze ondernemingen.
- Echter is het moeilijker geworden voor venture capital maatschappijen om nieuwe fondsen te werven. Hierdoor is er een behoefte dat er voor fondswerving voor venture capital maatschappijen ondersteuning vanuit de overheid komt.
- Een belangrijk knelpunt voor MKB bedrijven om ofwel vreemd of eigen vermogen aan te trekken is de informatievoorziening. Het schort soms aan de professionaliteit, waardoor de banken en of private equity maatschappijen niet bereid zijn te investeren.
- Tot slot, is het van belang dat de concurrentiepositie van Nederlandse bedrijven en investeerders niet benadeeld wordt door regulering vanuit de overheid, in het bijzonder op het vlak van fiscaliteit.

F.6. Aanbevelingen

- De overheid zou investeringen in fondsen voor innovatieve kleine ondernemingen en de investeringen in en kredietverlening aan deze ondernemingen moeten blijven stimuleren met de huidige dan wel nieuwe faciliteiten (voor venture capital), met mogelijk wat aanpassingen op de huidige faciliteiten. Nader onderzoek naar de meest effectieve aanpassingen is aanbevolen; en
- Om de informatievoorziening vanuit het MKB te verbeteren zouden er meer standaard rapportages kunnen worden ontwikkeld en mogelijk dat er subsidies komen zodat de ondernemers professionele ondersteuning in kunnen inschakelen om de financiële huishouding op orde te krijgen. Ook hier is nader onderzoek aan te bevelen.

G. Aanbodzijde - Informele investeerders

G.1. Managementsamenvatting

G.1.1. De rol van informele investeerders en de omvang van de markt

- 292 De informele investeerder speelt een belangrijke rol op de kapitaalmarkt door startende, veelal jonge ondernemingen, te voorzien van kapitaal. 90% van de investeringen die door informele investeerders in Nederland worden gepleegd is kleiner dan €500.000. Deze bovengrens sluit aan op de ondergrens die door meer formele financiers gesteld wordt. De totale omvang van de markt voor informele investeringen laat zich slechts op basis van vergaande aannames schatten. Betrouwbare cijfers omtrent de omvang van de markt voor informele investeringen ontbreken omdat het zeer moeilijk is om data te verzamelen over deze ‘onzichtbare’ markt.
- 293 De belangrijkste drijfveer voor informele investeerders is een goed rendement (10-30%) te behalen op hun investering. Naast deze economische afweging kent de informele investeerder ook niet-economische drijfveren, zoals de uitdaging een succesvolle investering te plegen, het werkplezier dat hij of zij haalt uit het betrokken zijn bij een jonge, innovatieve onderneming en het adviseren en ondersteunen van een startende ondernemer.

G.1.2. Knelpunten in de markt voor informele investeringen

- 294 Informele investeerders zijn veelal ongelukkig met de lage kwaliteit van de investeringsvoorstellen die aan hen worden gepresenteerd, waardoor zij minder vaak en lagere bedragen kunnen investeren dan zij zouden willen. Volgens sommige schattingen blijft 40% van het voor informele investeringen bestemde kapitaal van informele investeerders onbenut. Het hoge aantal keren dat informele investeerders ‘nee’ verkopen laat zien dat veel van de ondernemers die externe financiering zoeken daar nog niet klaar voor zijn (investment readiness). Meest voorkomende reden voor een negatief besluit is dat de ondernemer niet bij machte is een geloofwaardig bekostigingsmodel te demonstreren. Ook ondernemers die hun investeringsvoorstel niet weten te ‘verkopen’ zijn minder succesvol in het overtuigen van informele investeerders om in hun onderneming te investeren.
- 295 Een knelpunt ontstaat doordat banken en PE-partijen minder financieringen doen dan 4 jaar geleden. Informele investeerders kunnen daardoor soms geen exit meer maken uit naar een volgende fase doorgroeiende start-ups, waardoor hun kapitaal niet beschikbaar komt voor nieuwe starters. Dit heeft mogelijk verstrekking gevolgen voor de financierbaarheid van nieuwe starters.
- 296 Onderzoek in Nederland wijst uit dat ondernemers en informele investeerders het fiscale klimaat als belangrijke stimulering zien voor de investeringsmarkt. In interviews is meermaals aangegeven dat landen als Engeland, Frankrijk en Portugal betere fiscale faciliteiten hebben voor investeerders in niet-beursgenoteerde ondernemingen. De Nederlandse Durfkapitaalregeling blijkt echter niet interessant voor deze doelgroep en wordt meer gezien als relevant voor “family, friends and fools”.

G.1.3. Aanbevelingen

- Nader onderzoek is nodig om zicht te krijgen op de omvang van de markt voor informele investeringen. Daarbij dient in aanmerking te worden genomen dat de markt zich door haar aard nooit helemaal zal laten doorgronden.
- Nader onderzoek is nodig naar de mogelijkheden en verwachte effecten van het stimuleren van informele investeringen ten opzichte van alternatieve toepassingen van privé vermogen.
- Nader onderzoek naar de “doorschuif-effecten” die ontstaan doordat banken en PE minder financieren zou inzicht kunnen geven in de omvang van het probleem waarmee starters geconfronteerd worden.

G.2. Introductie: rol en doelstelling van Informele investeerders

G.2.1. Beschrijving van de informele investeerder

- 297 Een informele investering is het direct beschikbaar stellen van extern eigen vermogen aan nieuwe en groeiende ondernemingen door particulieren zonder familiebanden met de onderneming. *Informele investeerders* worden ook wel business angels genoemd en plegen doorgaans relatief kleine investeringen in start-up-ondernemingen en ondernemingen die verkeren in vroege fasen van ontwikkeling. Daarnaast toont de informele investeerder een relatief hoge mate van betrokkenheid bij de onderneming waarin de investering is gepleegd.
- 298 De informele investeerder is een particuliere investeerder die als natuurlijk persoon of via een (persoonlijke) BV kapitaal ter beschikking stelt aan een onderneming, zonder gelieerd te zijn aan formele financieringspartijen zoals banken of participatiemaatschappijen. Veelal is de informele investeerder een man en een voormalig ondernemer die startende ondernemers graag met raad en daad bijstaat bij het laten groeien van de onderneming. Meer dan andere financieringspartijen heeft de informele investeerder de vaardigheden om startende ondernemingen te selecteren die uit groeien tot succesvolle bedrijven. Informele investeerders concentreren zich niet in één specifieke regio, maar zijn geografisch verspreid.

G.2.2. De investeringsbeslissing van de informele investeerder

- 299 De informele investeerder is een geduldige investeerder die zijn investeringsbeslissing neemt in twee stappen. Als eerste vergelijkt hij het profiel van de onderneming met zijn eigen investeringsprofiel, door bijvoorbeeld te kijken naar de sector en in hoeverre de informele investeerder met die sector bekend is, de fase waarin de onderneming verkeert, de omvang van de investering en de locatie van het bedrijf. Informele investeerders investeren niet in ondernemingen die deze toets niet doorstaan.
- 300 Tweede stap die de informele investeerder neemt, is te kijken naar de onderneming en ondernemer zelf. Bij de ondernemer kijkt de informele investeerder naar de mate waarin de ondernemer kennis en expertise heeft om bijvoorbeeld zijn initiële idee om te zetten in een levensvatbaar bedrijf, of de verwachtingen van de ondernemer realistisch zijn, en naar de persoonlijke eigenschappen van de ondernemer zoals integriteit, visie en commitment. De informele investeerder beoordeelt de onderneming aan de hand van de kwaliteit van het management, de potentiële winstgevendheid, de kapitalisatieniveau en de hoeveelheid en de kwaliteit van de informatie die de informele investeerder wordt geboden.
1. De drie meest voorkomende afwijzingsgronden zijn:
 2. gepercipieerde zwaktes in de ondernemer of het managementteam;
 3. gebrekkige kwaliteit van investeringsvoorstellen;

G.2.3. financiële overwegingen, voornamelijk gebrekkige financiële ramingen De doelstelling van de informele investeerder

- 301 De belangrijkste drijfveer voor informele investeerders is een goed rendement (10-30%) te behalen op hun investering. Naast deze economische afweging, die voor iedere investeerder geldt, kent de informele investeerder ook niet-economische drijfveren, zoals de uitdaging een succesvolle investering te plegen, het werkplezier dat hij of zij haalt uit het betrokken zijn bij een jonge, innovatieve onderneming en het adviseren en ondersteunen van een startende ondernemer.

G.2.4. De rol van de informele investeerder

- 302 De informele investeerder speelt een belangrijke rol op de kapitaalmarkt door startende, veelal innovatieve ondernemingen, te voorzien van kapitaal. Het lukt deze ondernemingen doorgaans niet om kapitaal aan te trekken via banken, participatiemaatschappijen, private equity-partijen of de beurs, doordat startende ondernemingen risicovoller zijn, geen track record hebben en niet de nodige zekerheden kunnen bieden die deze partijen verlangen. De informele investeerder verlangt minder zekerheden en is bereid kapitaal te verstrekken aan startende ondernemingen zonder noemenswaardig track record. Daarbij dient te worden opgemerkt dat de investeringswaarde vaak relatief laag is ten opzichte van de bedragen die door meer

traditionele investeerders ter beschikking kunnen worden gesteld. 90% van de investeringen die door informele investeerders in Nederland worden gepleegd is kleiner dan € 500.000.²³ Daarnaast kan de informele investeerder vaak *hands-on* betrokkenheid hebben bij de onderneming waarin hij of zij investeert en neemt hij of zij graag een coachende rol in, waarbij hij zijn ervaring, branchekennis en netwerk aanwendt ten bate van de onderneming.

- 303 De informele investeerder kan door zijn lange-termijneriëntatie en ondernemingservaring beter dan andere financieringspartijen overweg met de aanloopverliezen die met startende, veelal innovatieve ondernemingen gepaard gaan, en die voor andere kapitaalverstrekkers vaak een belemmerende factor vormen. Daarnaast geldt informeel kapitaal ook als ‘smart money’, vanwege de individueel gemotiveerde toets van de informele investeerder.

G.2.5. Business Angel Networks

- 304 Informele investeerders zijn bewust niet bijzonder zichtbaar, waardoor ondernemers veel tijd en energie kwijt zijn aan het vinden van potentiële investeerders. Dit geldt in mindere mate voor informele investeerders van rond de veertig, die de jongere generatie vormen. Business Angel Netwerken (BANs) proberen informele investeerders en ondernemers met elkaar in contact te brengen zonder dat investeerders overstelpt worden met financieringsvragen. BANs bestaan als profit- en non-profitorganisaties. Non-profit BANs concentreren zich veelal op het maken van een goede aansluiting tussen ondernemers en informele investeerders. For-profit BANs richten zich op *introduction services* (het zoeken van investeerders namens een onderneming) en *head hunting*, bijvoorbeeld om een managementteam aan te vullen.

G.2.6. Hoe verhoudt de informele investeerder zich tot andere spelers?

- 305 Als eerder gememoreerd is 90% van de investeringen die door informele investeerders in Nederland worden gepleegd kleiner dan € 500.000 en slechts een zeer klein aantal investeringen overstijgt de waarde van € 1 miljoen. De bovengrens van € 500.000 die kan worden waargenomen, sluit aan op de ondergrens die door meer formele financieringspartijen gesteld wordt. Private equity-kantoren en durfkapitaalfondsen investeren doorgaans niet in voorstellen met een waarde lager dan € 500.000.
- 306 *Fund managers* van beleggingsmaatschappijen zijn vaak veel meer ervaren investeerders dan informele investeerders. Informele investeerders hebben daarentegen significant meer ondernemerservaring. Ook al is die ervaring vaak beperkt tot ondernemen in een specifieke sector of marktsegment, toch stelt deze ervaring de informele investeerder in staat zijn risico's op die markt te beperken.
- 307 Omdat fund managers van beleggingsmaatschappijen voornamelijk kapitaal beleggen dat afkomstig is van financiële instellingen zoals pensioenfondsen, banken en verzekeraars, baseren zij hun investeringsbeslissingen voornamelijk op zuiver economische motieven. Informele investeerders werken met hun eigen geld en leggen daarover geen verantwoording af. Daardoor bestaat er ruimte voor de informele investeerder om naast rendement – hetgeen uiteraard een zeer belangrijke drijfveer is – ook andere overwegingen een rol te laten spelen, zoals hierboven beschreven.
- 308 Informele investeerders zijn meer dan beleggingsmaatschappijen geneigd te handelen ‘op instinct’. Een verder belangrijk verschil tussen informele investeerders en overige aanbieders van kapitaal is dat informele investeerders vaak een minder grote investeringscapaciteit hebben.
- 309 Onderzoek wijst uit dat het idee dat informele investeerders een minder goed rendement behalen op hun investeringen niet met feiten kan worden ondersteund (Mason & Harrison, 2000). Het idee dat informele investeerders een beter rendement halen op hun investeringen blijkt ook niet te kloppen. Uit onderzoek blijkt wel dat de verschillen tussen informele investeerders en beleggingsmaatschappijen op het gebied van risicobeheersing leiden tot een verschillend rendementsprofiel; informele investeerders plegen minder verliesmakende investeringen dan beleggingsmaatschappijen, terwijl tegelijkertijd een significant hoger deel van hun investeringen leiden tot een relatief bescheiden rendement of zelfs een break-even scenario.

²³ Bureau Bartels; Nulmeting Informal Investment; 18 januari 2011

G.3. Omvang en werking van de markt voor informele investeerders

G.3.1. Werking van de markt voor informele investeringen

- 310 Startende en jonge, groeiende ondernemingen zijn beperkt in hun financieringsmogelijkheden, vooral wanneer hun bedrijfsactiviteiten zich richten op technologische ontwikkeling. Vaak is de informele investeerder de enige type equity-investeerder waarvan zij financiering kunnen betrekken. Banken achten de activiteiten van dit type bedrijven vaak te risicovol.

G.3.2. Omvang van de markt voor informele investeringen

- 311 De relatieve verborgenheid van de markt voor informele investeringen maakt dat een indicatie aangaande de omvang van de markt uiterst moeizaam tot stand komt. Enkel op basis van diverse aannames kan worden gekomen tot een becijfering van de marktomvang in Nederland.
- 312 De OESO schat de omvang van de Europese markt voor investeringen door business angels op \$ 5,6 miljard, oftewel circa € 3,9 miljard. Onderstaande tabel²⁴ laat tevens zien dat volgens de schattingen van de OESO het 'zichtbare' deel van de markt slechts 7% van de totale markt vormt.

Table 3. Estimates of the angel market

	Estimated size of market in 2009 in USD million	"Visible" market size (share of total market) in 2009 in USD million
United States	17 700	469 (3%)
Europe	5 557	383 (7%)
United Kingdom	624	74 (12%)

Source: OECD based on estimates by the Centre for Venture Research (CVR) and EBAN (The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players)

- 313 De voorzitter van het Business Angel Network Nederland, de heer Helwegen, raamt de omvang van de markt op €1,5 miljard.²⁵ Hierbij gaat hij onder meer uit van de aanname dat een op de zeventienduizend Nederlanders een potentiële informele investeerder is, maar geeft aan dat ook zijn schatting gebaseerd is op een aantal aannames. Bij de vergelijking tussen de schattingen van de OESO en de heer Helwegen dient in aanmerking te worden genomen dat de OESO zich baseert op cijfers over het jaar 2009, toen het aanbod van equity-financieringen zeer laag was. De heer Helwegen gaat uit van cijfers van 2011.
- 314 De mate van risico waaraan een informele investeerder zijn investering blootstelt verschilt per informele investeerder. Informele investeerders met een lagere *risk appetite* kunnen zich bundelen in fondsen specifiek gericht op informele investeerders, ook wel *angel syndicates* genoemd. Een voorbeeld van een dergelijk fonds is Antea en de Business Angel fondsen die deelnemen aan de SEED regeling van EL&I. Binnen dergelijke fondsen worden investeringen van informele investeerders gekoppeld aan de gezamenlijke kennis, kunde en betrokkenheid van de aangesloten informele investeerders. Het is niet duidelijk in hoeverre via dit soort fondsen kapitaal wordt ontsloten dat anders onbenut zou blijven.

G.3.3. Knelpunten aan de vraagzijde

- 315 Ondernemers zijn doorgaans niet volledig op de hoogte van de rol die durfinvesteerders spelen en begrijpen daardoor niet hoe een financieringstraject loopt, wat nodig is om extern eigen vermogen aan te trekken en hoe hun investeringsvoorstel overtuigend uit te leggen. Illustratief hierbij is de opmerking van dhr. Helwegen dat

²⁴ Organisation for Economic Co-operation and Development (2011). Financing High Growth Firms: The Role of Business Angels – Project Update, pagina 15. De tabel wordt ingeleid met de volgende toelichting: "Another serious challenge is the lack of data. Currently, the only data available is that collected by angel associations from angel groups and networks. However, this data only represents a fraction of the market termed the "visible" market".

²⁵ TROS in Bedrijf, Radio-interview met Harry Helwegen over publicatie rapport Bureau Bartels over informele investeerders, uitgezonden op Radio 1 op 2 april 2011

ondernemerschap te weinig terugkomt in het Nederlandse hoger- en beroepsonderwijs. Sommige ondernemers blijken een informele investering te zien als een soort lening, en hebben te weinig inzicht in het risicodragende aspect van de investering, waardoor zij niet bereid zijn enige mate van zeggenschap over te dragen aan de informele investeerder. Het vergemakkelijken van toegang tot financiering voor startende en jonge, groeiende ondernemingen dient niet enkel aan de aanbodzijde plaats te vinden. In de afgelopen paar jaar vat het idee meer en meer post dat ook aan de vraagzijde mogelijkheden tot verbetering liggen. In dit kader richt bijvoorbeeld de Europese Commissie zich specifiek op de opleiding van ondernemers.²⁶

G.3.4. Knelpunten aan de aanbodzijde

- 316 Een ander knelpunt ontstaat doordat banken en PE-partijen minder financieringen doen dan 4 jaar geleden. Dit heeft systeemgevolgen voor de financiering van nieuwe en jonge, groeiende ondernemingen, doordat de financieringen die PE-partijen plegen zich ook richten op start-ups die doorgroeien naar een volgende fase. Dit soort financiering staat informele investeerders toe te desinvesteren in deze ondernemingen. Door het uitblijven van dit type PE-financiering kunnen informele investeerders soms geen exit meer maken uit naar een volgende fase doorgroeiende start-ups, waardoor hun kapitaal niet beschikbaar komt voor nieuwe starters. Dit kan verstrekken gevolgen hebben voor de financierbaarheid van nieuwe starters. Ander knelpunt is dat door de terugtrekkende houding van banken n.a.v. financiële crisis, de informele investeerders de kans krijgen om te investeren in de meer stabiele ondernemingen met een groeiende marktomzet. Ook hierdoor schuift het geld van de informele investeerders weg van de startende, innovatieve ondernemers.
- 317 Dit aspect van een moeilijk 'exit' wordt tevens herkend in het eerder genoemde onderzoek van de OESO. Het zelfde rapport bevat ook het onderstaande overzicht van uitdagingen voor de markt voor informele investeringen, waarin 'exits' als derde genoemd wordt.²⁷

b) Challenges for the angel investment market

- Lack of clear definitions, data and research (and therefore lack of evidence of the true size and impact of this market).
- Increasing size of deals and growing number of follow on rounds needed (filling gap where VCs used to operate), which has implications in terms of the ability to fund new investments (and the impact on returns).
- Exits and exit markets. The new focus on "early exits".
- Lack of harmonised fiscal environments and incentive systems, which presents a barrier to cross-border investment, which is an area of growing interest and activity.
- Leveraging technology as a tool not a replacement for angel groups/networks; personal connections and face-to-face interactions are needed to build confidence and trust between investors and entrepreneurs.
- Financial sustainability of associations, BANs and groups.
- Professionalization of the market (building both capacity and capability of investors).
- Strengthening the relationship between business angels and VCs.
- The issue of some groups/networks charging high fees to entrepreneurs.
- Raising awareness and understanding of angel investing with policy makers.
- Gender: encouraging more women to become angel investors

Afkomstig uit: *Organisation for Economic Co-operation and Development (2011). Ibid.*

²⁶ Zie: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/education-training-entrepreneurship/index_en.htm

²⁷ Organisation for Economic Co-operation and Development (2011). Ibid.

G.4. Veranderingsbehoefte

- 318 Onderzoek wijst uit dat bij het effectiever maken van de markt voor informele investeringen een duidelijke rol is vereist voor de publieke sector, om zo de start en groei van innovatieve ondernemingen te vergemakkelijken. In de paragrafen hieronder geven wij enkele voorbeelden van overheidsinterventies die in de literatuur bekend zijn.

G.4.1. Fiscale stimulering van informele investeringen

- 319 In het Verenigd Koninkrijk heeft in de jaren '90 een belastingfaciliteit (Enterprise Investment Scheme – EIS) ter stimulering van private investeringen in jonge, groeiende bedrijven een positieve werking gehad op de hoeveelheid geld die is geïnvesteerd, al werd deze belastingfaciliteit wel ervaren als ingewikkeld. Onderzoek in Nederland wijst uit dat ondernemers en informele investeerders het fiscale klimaat als belangrijke stimulering zien voor de investeringsmarkt.
- 320 De Durfkapitaalregeling blijkt echter niet interessant voor deze doelgroep, en wordt meer gezien als relevant voor *family, friends and fools*. Dit met name omdat investeringen via een besloten vennootschap door de regeling worden uitgesloten. Daarnaast acht men de administratieve lasten van deze regeling te groot in relatie tot het te behalen voordeel. In een evaluatie van de regeling door Bureau Bartels in 2005 bleek dat versoering van de regeling in 2003 een effect had op het aantal durfkapitaalinvesteringen *via fondsen van banken*.²⁸ Uit die zelfde evaluatie bleek dat de effectiviteit van de regeling voor *directe* durfkapitaalinvesteringen nog fors hoger is dan voor de fondsen van banken. Inmiddels is de regeling voor de tweede maal versoerd, hetgeen mag worden verwacht van negatieve invloed te zijn op de omvang van informele investeringen.

G.4.2. Publiek gefinancierde investeringsfondsen

- 321 Publiek gefinancierde en beheerde investeringsfondsen in Canada gericht op startende en jonge, groeiende ondernemingen zijn vaak in de problemen gekomen doordat zij moeite hadden zich terug te trekken uit een eenmaal gepleegde investering, waardoor zij hun – relatief geringe – financiële middelen niet konden recyclen, hetgeen wel werd beoogd. Deze fondsen kwamen daardoor in liquiditeitsproblemen waardoor vaak slechts één financieringsronde werd gerealiseerd.

G.4.3. Business introduction services

- 322 Een succesvolle strategie om informele investeringen aan te moedigen blijkt het oprichten van business introduction services, activiteiten die erop gericht zijn de onzichtbaarheid van informele investeerders te verminderen en de zoekkosten voor ondernemers en investeerders te verlagen. Dit lukt veelal door communicatiekanalen aan te leggen tussen de twee groepen, waarbij ondernemers hun investeringsvoorstellen gemakkelijk aan informele investeerders kunnen voorleggen, terwijl de informele investeerders tijdig, anoniem en in vertrouwelijkheid een grote hoeveelheid voorstellen kunnen beoordelen.
- 323 Ook laat onderzoek zien dat BANs hun effectiviteit zouden kunnen vergroten door intensiever samen te werken met business incubators en andere BANs, ook over de landsgrenzen heen.

G.4.4. Investment readiness-programma's

- 324 Investment readiness-knelpunten kunnen worden geadresseerd door middel van zogenoemde 'investment readiness'-programma's die zich richten op het vergroten van de kwaliteit van de investeringsvoorstellen. Dit type interventies is relatief nieuw en good practices ontwikkelen zich nog steeds. Doorgaans richten deze interventies zich op het verminderen van bij sommige ondernemers aanwezige afkeer van externe financiering, op de mate waarin een investeringsvoorstel aantrekkelijk is voor een investeerder en op de presentatie van het voorstel.
- 325 Een evaluatie van investment readiness-programma's uit 2010 laat zien dat beleidsmakers drie lessen kunnen leren uit de best practices tot nu toe.²⁹ Investment readiness-programma's zijn geen snelle oplossing voor het

²⁸ "De banken zijn als gevolg van de 'versoering' van de Durfkapitaalregeling voor de indirecte beleggingen (in 2003) in feite gestopt met de Durfkapitaalfondsen." (Bureau Bartels, 2005, pagina ii)

²⁹ Mason, C. & Kwok, J.; "Investment Readiness Programmes And Access To Finance: A Critical Review Of Design Issues" in Local Economy: The Journal of the Local Economy Policy Unit, 2010-25:269

ingewikkelde probleem van de financiering van startende en jonge, groeiende ondernemingen. Het kost tijd om het benodigde netwerk en een reputatie op te bouwen, waardoor zo een programma meerjarige (overheids)financiering benodigd voordat uitwerking in de markt zichtbaar wordt. Daarnaast kan, mede door de hoge aanloopkosten, niet worden verwacht dat deze meerjarige investering wordt terugbetaald door de deelnemers aan de programma's. Tot slot blijkt dat minder kostbare vormen van deze programma's, die bijvoorbeeld minder intensieve begeleiding bieden aan ondernemers, ook beduidend minder effectief zijn.

G.5. Conclusies

- **De informele investeerder speelt een belangrijke rol op de kapitaalmarkt door startende, veelal jonge ondernemingen te voorzien van kapitaal.**
90% van de investeringen die door informele investeerders in Nederland worden gepleegd is kleiner dan €500.000 en slechts een zeer klein aantal investeringen overstijgt de waarde van €1 miljoen. De bovengrens van €500.000 die kan worden waargenomen, sluit aan op de ondergrens die door meer formele financieringspartijen gesteld wordt. Private equity-kantoren en durfkapitaalfondsen investeren doorgaans niet in voorstellen met een waarde lager dan €500.000.
- **De belangrijkste drijfveer voor informele investeerders is een goed rendement (10-30%) te behalen op hun investering.**
Daarnaast kent de informele investeerder ook niet-economische drijfveren, zoals de uitdaging een succesvolle investering te plegen, het werkplezier dat hij of zij haalt uit het betrokken zijn bij een jonge, innovatieve onderneming en het adviseren en ondersteunen van een startende ondernemer. Hiermee wordt ondernemerschap als economische productiefactor dus ook verder ontwikkeld.
- **Schattingen van de totale omvang van de markt voor informele investering is € 1,5 miljard.**
Nauwkeurige cijfers omtrent de omvang van de markt voor informele investeringen ontbreken.
- **Informele investeerders zijn veelal ongelukkig met de lage kwaliteit van de investeringsvoorstellen waardoor zij minder vaak en minder veel kunnen investeren dan zij zouden willen.**
Ondernemers zijn vaak niet bij machte een geloofwaardig bekostigingmodel te demonstreren. Daarnaast zijn ondernemers doorgaans niet op volledig op de hoogte van de rol die durfinvesteerders spelen en willen zij bijvoorbeeld geen zeggenschap opgeven aan een investeerder. In de afgelopen paar jaar vat het idee meer en meer post dat juist aan de vraagzijde mogelijkheden tot verbetering liggen.
- **Informele investeerders kunnen soms geen exit meer maken uit naar een volgende fase doorgroeiende start-ups, waardoor hun kapitaal niet beschikbaar komt voor nieuwe starters.**
Banken en PE-partijen doen minder financieringen dan vier jaar geleden. Informele investeerders kunnen daardoor soms geen exit meer maken uit naar een volgende fase doorgroeiende start-ups, waardoor hun kapitaal niet beschikbaar komt voor nieuwe starters. Dit heeft mogelijk verstrekkingen gevolgen voor de financierbaarheid van nieuwe starters.

G.6. Aanbevelingen

- Nader onderzoek is nodig om zicht te krijgen op de omvang van de markt voor informele investeringen. Daarbij dient in aanmerking te worden genomen dat de markt zich door haar aard nooit helemaal zal laten doorgronden.
- Nader onderzoek is nodig naar de mogelijkheden en verwachte effecten van het stimuleren van informaal investment ten opzichte van alternatieve toepassingen van privé-vermogen.
- Nader onderzoek naar de “doorschuif-effecten” die ontstaan doordat banken en PE minder financieren zou inzicht kunnen geven in de omvang van het probleem waarmee starters geconfronteerd worden.

H. Aanbodzijde - Family offices

326 Deze bijlage is een samenvatting van de in bijlage M onder M.6 genoemde bronnen, te weten een aantal openbare bronnen en informatie die is verzameld door het ministerie van Economische Zaken, Landbouw & Innovatie (EL&I) in het kader van een bijeenkomst met vertegenwoordigers van een vijftal family offices op 26 april 2001. Dataverzameling tijdens de laatst genoemde bijeenkomst is verricht door het Ministerie van EL&I.

H.1. Introductie: rol en doelstelling van family offices

- 327 Family offices zijn internationaal en nationaal uitgegroeid tot een integraal onderdeel van de Europese en nationale private equity- en venture capital-markt. Er is echter vanwege het private karakter van de family offices eigenlijk weinig bekend over de hoeveelheid family offices en hun omvang. Ook (internationaal) wetenschappelijk onderzoek is nauwelijks beschikbaar. Er zijn family offices te onderscheiden die voor meerdere families werken (zogenaamde multi-family offices) en die voor één familie werken (single-family offices). Van beide typen wordt geschat dat er zo'n dertig zijn in Nederland. De ontstaansgeschiedenis van een family office kan ook sterk verschillen. De belangrijkste zijn historisch geaccumuleerd familievermogen maar ook de verkoop van het familiebedrijf, of een deel ervan, kan leiden tot het oprichten van een family office. De investeringsstrategie verschilt per familie maar is vaak wel onderscheidend van andere beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders.
- 328 De European Private Equity and venture Capital Association (EVCA, 2007) signaleert drie ontwikkelingen die bepalend zijn voor de rol van family offices in de private equity- en venture capital-markt:
1. Omdat family offices het privé-vermogen van vermogende families beheren, zijn zij ongereguleerd en zullen zij ongereguleerd blijven in vergelijking met andere vermogensbeheerders zoals pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en banken. Daarom hebben ze minder te maken met diversificatieregels als het gaat om kapitaalallocatie, in vergelijking met andere vermogensbeheerders.
 2. Ten tweede, is de verwachting dat de generatiewisseling die nog steeds staat te gebeuren in veel Nederlandse en Europese familiebedrijven zal leiden tot een nieuwe accumulatie van familie rijkdom en het creëren van nieuwe, of het groeien van bestaande family offices in de komende jaren. Als gevolg daarvan zullen meer family offices worden opgericht en deze zullen waarschijnlijk hun huidige 'peers' volgen als het gaat om het beleggen in private equity en venture capital.
 3. Ten slotte, family offices hebben een beperkte publieke aansprakelijkheid (limited liability management) ten opzichte van pensioenfondsen en verzekeraars. Ze hoeven daarom maar beperkt verantwoordelijkheid af te leggen anders dan naar de familie. Het belangrijkste doel bij het beleggen is het algemene behoud van kapitaal en voor individuele familieleden. Als gevolg daarvan zijn family offices meer gericht op de (zeer) lange termijn en kijken naar absolute market returns waardoor ze bijzonder geschikt zijn als investeerders in private equity en venture capital.
- 329 In een internationale studie geeft de Wharton School of Finance (Amit et al., 2008) de volgende definitie: "Single family offices are professional organizations dedicated to managing the personal fortunes and lives of very wealthy families. (...) Their charge was – and still is – to protect their particular family's investments and assets for both current and subsequent generations. Since the beginning, affluent families have been attracted to SFOs, rather than to commercial banks, investment companies or other wealth optimization services, because of their promise of exclusivity, privacy and customization."
- 330 In de studie van Wharton valt op dat Europese SFO's veel vaker dan Amerikaanse (13% vs. 4% van het belegde vermogen van SFO's) de belangrijkste investeerder ('principal investor') in bedrijven zijn. Alle vijf de bij de bovengenoemde bijeenkomst vertegenwoordigde offices investeren behalve in vastgoed, op de beurs en in fondsen ook direct in bedrijven. Dat betreft equity-investeringen in Nederlandse middelgrote bedrijven. De investeringsstrategieën verschillen per organisatie. Gemeenschappelijk is dat voor langere tijd geïnvesteerd wordt: er is geen drang of dwang om te investeren of te verkopen. Ook internationale studies wijzen dit uit. Daarmee zijn de bedrijven in hun portefeuilles in staat om structureel en in hun eigen tempo te groeien, zonder

kunstmatige beïnvloeding als gevolg van de gang van zaken bij de investeerder, zoals bij private equity-fondsen of de beurs het geval kan zijn.

H.2. Omvang en werking van de markt voor family offices

- 331 De EVCA heeft becijferd dat family offices in Europa verantwoordelijk zijn voor 4,2% van de private fondsen die in 2009 zijn aangetrokken voor het verstrekken van bedrijfsfinanciering, of € 660 miljoen. Ter vergelijking: uit het EVCA-onderzoek blijkt dat banken (18,4%), pensioenfondsen (14,4%) en overheidsorganisaties (11,8%) in 2009 de meeste private fondsen aantrokken.
- 332 In Nederland is het beeld iets anders: daar waren family offices in 2009 verantwoordelijk voor 3,7% van het aangetrokken kapitaal, ofwel € 23,5 miljoen. Overigens was 2009 voor family offices, net als voor alle andere financiers, een slecht jaar: in 2008 bedroeg totaal aangetrokken bedrag van family offices in Europa bijna € 3,3 miljard (voor Nederland waren toen nog geen data beschikbaar) en in 2010 schat de EVCA op basis van voorlopige cijfers dat Nederlandse family offices € 167,4 miljoen hebben aangetrokken (dat wil zeggen een stijging van ruim 600% ten opzichte van 2009).
- 333 Het belegde vermogen in Nederlandse bedrijven van de vijf bij de hierboven genoemde bijeenkomst vertegenwoordigde organisaties is naar een ruwe inschatting € 1,5 à 2 miljard, exclusief beleggingen in vastgoed. Hoewel de markt breder is dan deze vijf partijen, geeft dit een indicatie voor de orde grootte waaraan moet worden gedacht. Nederlandse family offices vertegenwoordigen in totaal naar schatting circa € 5 miljard aan geïnvesteerd vermogen. Deze schatting is gezien het voorgaande met enige onzekerheid omgeven.
- 334 Bedrijven worden door de vijf offices doorgaans conservatief gefinancierd. Toch hebben ze tijdens de kredietcrisis ervaren dat banken nogal eens, naar hun mening onterecht en onredelijk, voorwaarden aanscherpten. In het algemeen hebben de aanwezigen bij de bijeenkomst geen hoge dunk van de beoordelingscapaciteit van banken. Zo geven zij aan dat accountmanagers van banken in hun ervaring weinig kennis van zaken hebben en dat de interne processen van banken niet altijd leiden tot een bedrijfseconomisch goede onderbouwing van beslissingen ten aanzien van uitstaande leningen. In zekere mate vergemakkelijkt het aandeelhouderschap van offices – als gevolg van onder meer de omvang en reputatie van de offices – wel de toegang tot bankfinanciering.
- 335 De aanwezigen, met nog een aantal andere family offices, werken al gedurende een flink aantal jaren samen als investeerder. Men kent elkaar goed, waardoor gezamenlijke investeringen gemakkelijk tot stand komen. Van de enkele honderden aanvragen voor financieringen leiden slechts enkele per jaar tot investeringen. Belangstellenden benaderen de family offices, direct of via de accountant of de bank. Een fonds dat passief met deze family offices mee investeert zal tot betrekkelijk weinig extra investeringen leiden, omdat een dergelijk fonds niet met nieuwe leads komt. De aanwezige family offices bekijken alle financieringsvoorstellen nadrukkelijk zelf en hebben relatief grote betrokkenheid bij hun investeringen. Zij hebben daarom geen behoefte aan samenwerking met partijen die slechts kapitaal beschikbaar stellen en verder geen betrokkenheid willen.
- 336 De family offices richten zich in toenemende mate op opkomende markten. Bij equity-investeringen heeft men bijzondere aandacht voor Nederlandse bedrijven die zich op opkomende markten richten. Als reden hiervoor is gegeven dat de bij de bijeenkomst aanwezige family offices een sterke toekomstgerichtheid hebben en daarom in groeiende sectoren en markten willen investeren, naast de markten waarin zij traditioneel een positie hebben. Zo gaf een van de aanwezigen aan naast de bouw van kantoren ook te investeren in relatief jonge bedrijven in de life sciences-sector, om zo een balans in het eigen portfolio te creëren. Wel bleek dat dit voorbeeld niet representatief is voor alle vertegenwoordigde family offices; zij houden er elk hun eigen investeringsstrategie op na.

H.3. Knelpunten

- 337 Wat betreft de knelpunten bij bedrijfsfinanciering menen de aanwezigen bij de bijeenkomst dat deze gesitueerd zijn in de groep bedrijven met een omzet van minder dan € 100 miljoen. Dit bevestigt het beeld dat uit de andere deelonderzoeken naar voren komt, namelijk dat met name het (kleinere) MKB moeite heeft met het verkrijgen van financiering.

-
- 338 Het algemene gevoel bij de aanwezigen is dat de echte effecten van Bazel III nog moeten komen. Bij herstel van de economische groei en de daarmee gepaard gaande groei van de kredietvraag, in combinatie met de golf aan herfinancieringen, zullen naar hun mening vooral 2012 en 2013 moeilijke jaren worden. Banken hebben daarnaast nog veel slechte leningen op de balans staan.

H.4. Veranderingsbehoefte

- 339 De aanwezigen bij de bijeenkomst hebben interesse om zelf een rol te spelen bij het aanpakken van de knelpunten op het gebied van bedrijfsfinanciering, echter alleen voor zover dat aansluit bij hun huidige praktijk, dat wil zeggen de sectoren die goed kennen. Zij willen dan ook geen directe investeringen doen in kleine bedrijven en geen betrokkenheid hebben bij fondsen samen met institutionele beleggers voor financieringen in de debt-sfeer. Wel zijn zij geïnteresseerd in initiatieven aan de equity-kant met een opzet zoals die van de vroegere Nederlandse Participatie Maatschappij.
- 340 Inzake suggesties om ‘private placement’ te stimuleren wijzen de vertegenwoordigers van de vijf offices op de hoge vergoedingen die banken in het verleden vroegen voor het begeleiden van dat type financieringen. In dit verband vragen zij aandacht voor de mogelijkheden die pandbrieven en promesses kunnen bieden.

H.5. Conclusies

- 341 **Family offices vertegenwoordigen enkele miljarden aan geïnvesteerd vermogen.** Daarmee vormen zij een van de kleinere groepen kapitaal aanbieders, naast informele investeerders. Wel is na het crisisjaar 2009 een duidelijke groei in het aangetrokken kapitaal zichtbaar, waardoor de investeringen door family offices jaarlijks met een paar procent zullen toenemen. Vanwege hun substantiële omvang en belang voor de private equity en venture capital markt is het aantrekkelijk meer onderzoek uit te voeren naar family offices in Nederland.
- 342 **Nederlandse family offices stellen geen eisen aan de groei van de bedrijven waarin zij investeren en kennen een relatief lange tijdshorizon.** Gecombineerd met het gegeven dat vaak direct in bedrijven wordt geïnvesteerd, zijn family offices voor bedrijven een betrouwbare investeerder. Tevens kunnen zij mogelijk functioneren als aanjager van andere investeerders in bedrijven of sectoren waarin zij investeren. Deze mogelijkheid wordt door de onderstaande conclusie wel grotendeels beperkt tot het niveau van de sector. Op het niveau van individuele investeringen valt minder samenwerking te verwachten.
- 343 **Nederlandse family offices investeren vaak zelfstandig en hebben in meer of mindere mate een “thuisindustrie”.** De family offices die bij de bijeenkomst aanwezig waren, gaven aan niet of nauwelijks samen met andere typen financiers te investeren. Vaak hebben zij ook een industrie waarin zij van oudsher investeren, die in meer of mindere mate wordt aangevuld met andere sectoren in het portfolio.

I. Aanbodzijde - Fondsinitiatieven

I.1. Managementsamenvatting

344 Door de kredietcrisis en aangescherpte kapitaaleisen voor banken kan in de financieringsbehoefte van het MKB in Nederland niet meer altijd via de traditionele bankkanalen worden voorzien.

345 Fondsinitiatieven is een verzamelnaam voor organisaties die ernaar streven in deze financieringsbehoefte te voorzien door middel van alternatieve financieringsmogelijkheden en/of aangepaste processen. Dit gebeurt door nieuwe financieringsstructuren, verbeterde marktwerking en transparantie voor financieringen en een efficiënter aanvraagproces voor nieuwe financieringen. Hierbij ondervinden fondsinitiatieven obstakels en spanningsvelden:

- 'koudwatervrees'; onvoldoende acceptatie van alternatieve financieringsvormen bij alle betrokken partijen;
- een ongelijk speelveld met betrekking tot de toepasbaarheid van garantieregelingen van de overheid;
- het ontbreken van goede, gestandaardiseerde informatie over leningvragers.

346 Dit leidt tot de volgende aanbevelingen voor de overheid:

- Het in het leven roepen van een werkgroep met een sterk resultaatgericht mandaat om met betrokken partijen serieus naar fondsinitiatieven te laten kijken met het oog op haalbaarheid en wenselijkheid. Beoogd resultaat hiervan is een rapportage met een concreet plan van aanpak, waarin de rollen en gewenste resultaten van iedere betrokken partij worden omschreven.
- Steun te verlenen voor de nieuwe financieringsconstructies voor het MKB door garantie- en borgstellingen ook voor investeerders in fondsinitiatieven ter beschikking te stellen.
- Steun te verlenen aan fondsinitiatieven door het stimuleren van marktwerking en -transparantie door het vergroten van de kennis rondom alternatieve financieringsvormen bij vragers en aanbieders (bijvoorbeeld door het organiseren van symposia). Openstellen van regelingen voor niet-banken.
- Nader onderzoek te initiëren naar de haalbaarheid en het opstellen van een potentieel plan van aanpak voor het oprichten en faciliteren van een bedrijfsobligatiemarkt voor het MKB.
- Het actief ondersteunen van initiatieven die leiden tot brede beschikbaarstelling van betere, meer uniforme informatie (op SBR/XBRL-basis) over bedrijven op een efficiëntere wijze. Doelen hiervan zijn betere administraties, dossieropstelling en due diligence in het kredietproces. De overheid heeft hier een belangrijke 'aanjaagfunctie' waardoor de samenwerking van alle betrokken partijen (zoals banken, DNB, AFM, KvK, rating agencies, accountants en overheid) kan worden gestimuleerd.

I.2. Introductie; rol en doelstelling van fondsinitiatieven

347 Naar aanleiding van de bankencrisis en de daaropvolgende kredietcrisis is een kentering opgetreden in vraag en aanbod van leningen en financiering. Uit de vele interviews voor dit onderzoek met banken en cliënten kon worden opgetekend dat de banken na de crises hun kredietvoorwaarden hebben aangescherpt. Ondernemingen hebben deels als gevolg daarvan en deels als reactie op de verslechterde economische vooruitzichten veelal ook minder krediet gezocht en in plaats daarvan getracht aan hun financieringsbehoefte te voldoen door gebruik te maken van beter cashflowmanagement, het uitstellen van investeringen en het aanwenden van reserves. Desondanks was het gevolg dat het MKB met verminderde bereidheid tot kapitaalverstrekking door de traditionele partij, de bank, moeite heeft met het vinden van financiering. De hoge risico's van startende en groeiende ondernemingen passen vaak niet langer in het profiel dat de bank eist.

348 Private equity-partijen, die een veel hoger risico bereid zijn te lopen dan banken, zijn veelal geen geschikt alternatief gebleken. Eigenaren van middelgrote en kleine ondernemingen zijn vaak niet in de gelegenheid of

geneigdheid om ten behoeve van financiering eigendom of zeggenschap over hun bedrijf op te geven, hetgeen private equity-partijen vaak wel als financieringsvoorwaarde stellen.

- 349 Vooral startende ondernemingen en snel groeiende ondernemingen kunnen vanwege hun hogere risicoprofiel gemakkelijk in een positie komen waar zij niet langer voldoen aan minimum financiële voorwaarden en economische omstandigheden kunnen banken dwingen om, al dan niet tijdelijk, hun leenvoorwaarden aan te passen of hun risicobereidheid bij te stellen.
- 350 Een van de mogelijkheden voor bedrijven om de afhankelijkheid van de bankmarkt voor vooral middellange kredietverlening te verkleinen, is toegang te verkrijgen tot de kapitaalmarkt. Thans is de kapitaalmarkt alleen toegankelijk voor de allergrootste bedrijven. Voorwaarden om de kapitaalmarkt ook voor het MKB goed toegankelijk te maken zijn ‘pooling’ en dus uniforme voorwaarden en processen, goede beschikbaarheid van informatie, voldoende omvang, liquiditeit en lage transactiekosten.
- 351 In deze periode van disequilibrium in de markt van schuldkapitaal is een aantal initiatieven ontwikkeld die ten doel hebben alternatieven te vinden voor de traditionele bankfinanciering en het aanbod van financiering voor het MKB te diversifiëren. De spelers in deze fondsinitiatievenmarkt kunnen zowel ideële als commerciële aspiraties hebben. De Fondsinitiatieven streven ernaar nieuwe financieringsstructuren voor het MKB te ontwikkelen door:
- gebruik te maken van nieuw op te richten fondsen die de kapitaalmarkten kunnen betreden; en
 - te bemiddelen tussen vraag- en aanbodspelers en/of de transparantie en marktwerking tussen vraag en aanbod te verbeteren.
- 352 Wanneer fondsinitiatieven erin slagen deze doelen te behalen, kan door het completeren van kredietverstrekking door banken een beter functionerend financieringslandschap voor het MKB worden gecreëerd.
- 353 Dit deelrapport zet puntsgewijs de volgende aspecten uiteen: de werking van de markt voor fondsinitiatieven, de obstakels en knelpunten die zij ondervinden in hun doel het midden- en kleinbedrijf van alternatieve financieringsvormen te voorzien, en de veranderingsbehoeftes die daaruit ontstaan. Tot slot worden in de conclusie implicaties voor beleid gepresenteerd.

I.3. Omvang en werking van de markt voor fondsinitiatieven

I.3.1. Opzet en werkwijze fondsinitiatieven

- 354 De huidige scope en werkwijze verschillen per fondsinitiatief en zijn samengevat in onderstaande tabel.

Fonds	Verstrekken financiering	Verbeteren markttransparantie			
		‘Matching’	Dossiervorming, processen & due diligence	Spreekbuis voor het MKB naar andere relevante partijen	Leveren informatie en expertise aan vraag-en aanbodspelers
KapitaalPlaza		x	x		x
Ad Pontes	x		x		x
CCQ Ondernemersdesk	x	x	x		
Kleijwegt	x				
Ondernemers-kredietdesk				x	
Qredits	x				
DCF	x				
Kieviet	x				

355 Op basis van onze interviews met fondsinitiatieven stellen wij vast dat de initiële beoogde omvang van deze fondsinitiatieven op een termijn van ongeveer 1 jaar in totaal circa EUR 4 – 5 miljard bedraagt. Aspecten van de scope, voorwaarden en werkwijze die de fondsinitiatieven voor ogen hebben worden hieronder nader uitgewerkt.

1.3.2. Introductie kapitaalmarktinstrumenten

356 Een regelmatig waargenomen vorm van alternatieve financiering die fondsinitiatieven willen inbrengen betreft het uitzetten van bedrijfsobligaties voor kleinere emittenten. Een voorbeeld van een vorm die overwogen wordt is een fonds dat een pool van relatief kleine leningen en/of onderhandse, al dan niet achtergestelde, leningen securitiseert.

357 Er worden bij deze financieringsvorm ‘asset-backed securities’ (ABS) gecreëerd waarin nieuw uitgegeven bedrijfsobligaties worden ondergebracht. Deze obligaties voorzien de bedrijven dus met de gewenste lening en de obligaties worden gepoold in een zogenaamd ‘special purpose vehicle’ (SPV). De SPV geeft ABS certificaten/obligaties uit die door investeerders kunnen worden gekocht. De pooling van deze obligaties heeft een paar belangrijke effecten. Ten eerste zorgt de pooling voor een economisch rendabele omvang van de kapitaalmarktlening. Ten tweede zorgt de pooling voor enige diversificatie van risico (enerzijds door het kunnen poolen van risico’s in MKB-portfolio’s en anderzijds doordat beoogd wordt de lening (deels) door de overheid te laten garanderen) en ten derde kunnen diverse risicocategorieën in ABS worden gecreëerd om deze certificaten aantrekkelijker te maken voor diverse soorten investeerders. Er circuleren diverse ideeën bij fondsinitiatieven voor het oprichten van fondsen voor het MKB langs dit soort modellen.

358 Daarnaast zou de overheid door middel van garanties en borgstellingen diverse soorten ABS nog aantrekkelijker kunnen maken hetgeen een positieve invloed kan hebben op prijsstelling en aantrekkelijkheid. Hiermee worden borgstellingen niet langer gereserveerd voor het bancaire circuit.

1.3.3. Verbeterde marktwerking

359 Andere initiatieven richten zich op het verbeteren van transparantie en marktwerking zoals bijvoorbeeld de ‘matching’ van tot nu toe veelal ongeorganiseerde investeerders (zoals informele investeerders, business angels en vermogende particulieren) met kredietbehoevende ondernemingen. Deze matching richt zich op het samenbrengen van vraag- en aanbodpartijen die elkaar door gebrek aan transparantie en marktwerking vooralsnog niet goed hebben kunnen vinden. De matching geschiedt door screening en presentatie van spelers aan vraag- en aanbodzijde, bijvoorbeeld middels daartoe ontworpen internetapplicaties.

360 Een ander maar gelieerd initiatief stelt zich ten doel ondernemingen sneller en kostenefficiënter geld te kunnen laten lenen. Hier staat het verbeteren van de efficiency rondom het kredietaanvraagproces centraal, waarbij efficiënte en betrouwbare informatievoorziening aan investeerders een belangrijke rol speelt. Een aantal spelers ambieert een “Nationaal MKB-register” waar data over bedrijven in standaardvorm worden verzameld en opgeslagen (SBR/XBRL). Toegang tot dit register zou iedereen kunnen krijgen die daartoe goedkeuring heeft van de betreffende onderneming. Tot nog toe wordt dit soort data alleen door banken (op niet-gestandaardiseerde wijze) verzameld. Door deze werkzaamheden breder te beleggen kunnen ook andere potentiële financiers toegang krijgen tot deze data en wordt het ‘de facto-monopolie’ van banken dienaangaande opgeheven.

361 Ten slotte zijn er initiatieven waarbij professionele ondersteuning bij het kredietaanvraagproces geboden wordt, waaronder offerte- en kredietaanvraag, kredietanalyses, dossiervorming rondom de kredietaanvraag en/of de onderneming, beheer en flattering.

362 De hiervoor genoemde geautomatiseerde, efficiënte en correcte centrale dossiervorming van/door bedrijven kan hierbij de kosten van analyse en ad hoc-dossiervorming zoals die thans door banken geschiedt, terugdringen en financieringen rendabeler en dus aantrekkelijker maken.

363 Ten slotte noemen wij fondsinitiatieven die zich richten op het verschaffen van financiering aan deelmarkten in het MKB, bijvoorbeeld alleen in de vorm van microkrediet voor de kleinste bedrijven of alleen gericht op fusies en overnames in het MKB.

I.4. Veranderingsbehoefte

364 Resumerend, de bedoelingen van de fondsinitiatieven zijn vijfvoudig:

1. door middel van pooling toegang creëren voor MKB tot de kapitaalmarkt voor ‘funding’;
2. effecten van eventuele garantieregelingen door de overheid te vergroten door deze verder te ‘leveragen’.
3. het kredietproces efficiënter maken o.a. door gebruikmaking van dataprotocolen;
4. het kredietverstrekking, -analyse en -begeleidingsproces op te delen en (deels) buiten de banken te laten plaatsvinden;
5. marktwerking te verbeteren door betere en bredere matching van vraag en aanbod van bedrijfsfinancieringen.

365 Deze initiatieven zijn een serieuze aanzet tot een fundamentele verandering van de beschikbaarstelling van krediet en verdienen grote belangstelling. Zoals bij alle nieuwe initiatieven in een volledig gevestigde markt zullen ook deze een aantal ‘barriers to entry’ moeten doorbreken.

366 Ontwikkeltende partijen lopen een commercieel risico en zullen enige koudwatervrees, met name aan de zijde van kapitaalverschaffers, toezichthouders en overheid, moeten overwinnen. Ook MKB-ondernemingen houden op hun beurt ook vaak nog vast aan de bank als traditionele financier.

367 De volgende uitdagingen voor fondsinitiatieven worden gevormd door de kapitaalkosten en de inspanningen om te komen tot een standaardformat van (tijdige en accurate) informatievoorziening over het MKB voor de nieuwe investeerders. Dit maakt het vergelijken mogelijk van ondernemingen en het bouwen van MKB-portfolio's.

368 De huidige opzet van bestaande garantieregelingen van de overheid beperkt de beschikbaarheid daarvan tot banken. De voordelen van de BBMKB-regeling (waarbij de overheid borgstelling biedt aan het MKB) gelden bijvoorbeeld niet voor andere potentiële investeerders, zoals o.a. ook pensioenfondsen, een groep waarvoor beleggen in het Nederlandse midden- en kleinbedrijf juist zeer interessant kan zijn.

I.5. Conclusies en Aanbevelingen

369 Om bovengenoemde obstakels te verwijderen en een gezond financieringslandschap voor het MKB te creëren dragen fondsinitiatieven een aantal oplossingen aan. Om deze initiatieven niet in schoonheid te laten sterven is actie vereist van zowel de overheid als andere betrokken partijen. Hiertoe behoren in ieder geval: het MKB zelf, regelgevers en toezichthouders, banken, accountants en de overheid (waar in het geval van accountants wel moet worden gelet op belangenverstrengelingen met controlewerkzaamheden). Garantieregelingen zouden moeten worden opengesteld voor niet-banken.

I.5.1. Verdere aanmoediging en ondersteuning van fondsinitiatieven

370 De fondsinitiatieven die door de onderzoekers zijn bestudeerd, hebben zeer interessante aspecten en nader onderzoek verdient dan ook verdere aanmoediging en ondersteuning. Daartoe zou een werkgroep in het leven geroepen moeten worden met een sterk resultaatgericht mandaat om met betrokken partijen serieus naar een aantal fondsinitiatieven te kijken met het oog op haalbaarheid en wenselijkheid. Daarin zouden de benodigde resultaten, rollen en voorwaarden van betrokken partijen moeten worden benoemd. Aan deze werkgroep zou een concreet plan van aanpak moeten worden gekoppeld om voor deze partijen de toegang tot de markt voor bedrijfsfinancieringen te faciliteren.

I.5.2. Zowel financiële als niet-financiële steun van de overheid aan fondsinitiatieven

- 371 Voor het slagen van een aantal van de fondsinitiatieven en de daaraan gekoppelde infrastructuur is zowel financiële als niet-financiële steun van de overheid nodig. Financiële steun kan de vorm krijgen van garantieregelingen en subsidies. De gewenste niet-financiële steun bestaat uit het stimuleren van marktwerking en het vergroten van de kennis rondom alternatieve financieringsvormen bij vragers en aanbieders. Dit kan bijvoorbeeld door workshops te verzorgen die meer uitleg geven over investeren in het MKB voor verschillende groepen investeerders.

I.5.3. Aanjagen van standaardiseren van bedrijfsinformatie

- 372 Een belangrijk succesfactor voor de toekomst is dat investeerders (eventueel tegen betaling) over goede, complete informatie kunnen beschikken om een onderneming adequaat te kunnen beoordelen. Daarbij zou informatie uit verschillende bronnen op basis van een vaste standaard kunnen worden gedeeld (XBRL en SBR) en gerichte applicaties kunnen worden ontwikkeld die ondernemingen aan de hand van de beschikbare informatie matchen met geschikte investeerders op basis van hun investeringscriteria. Dergelijke applicaties gelden andersom ook voor het selecteren van investeerders voor ondernemingen.
- 373 Ook zou dit geautomatiseerde verwerking van aanvragen vergemakkelijken en dus goedkoper maken. Uiteindelijk zou een dergelijke standaard niet alleen voor verscheidene groepen investeerders, maar ook voor banken nuttig kunnen zijn. De overheid heeft hier een belangrijke ‘aanjaagfunctie’. Aanbevolen wordt invulling te geven aan deze aanjaagfunctie door de samenwerking van alle betrokken partijen (zoals banken, DNB, AFM, KvK, rating agencies, accountants en de overheid) te stimuleren en gestalte te geven.

J. Aanbodzijde - Crowdfunding

J.1. Achtergrond en aanleiding

374 Deze notitie is opgesteld door het ministerie van EL&I. Ten behoeve van deze notitie zijn gesprekken gevoerd met de volgende initiatieven: CrowdAboutnow, Geldvoorelkaar, Seeds, Share2Start, Sprowd, Symbid, Wekomenerwel en Kapitaalplaza. De resultaten van die gesprekken zijn vervolgens op 8 april besproken met deze initiatieven (excl Kapitaalplaza), DNB, AFM, Stibbe en Sutter. De resultaten van die bespreking zijn verwerkt in deze notitie.

J.1.1. Relevantie in kader van breed onderzoek

375 Voor het onderzoek naar bedrijfsfinanciering, is de vraag relevant in hoeverre crowdfunding een serieuze financieringsvorm kan worden voor die groepen ondernemers die moeite hebben om via 'traditionele' wegen aan kapitaal te komen. In algemene zin definiëren wij crowdfunding als het brede scala aan activiteiten waarbij in een kapitaalbehoefte wordt voorzien door van een grote groep investeerders relatief kleine bedragen aan te trekken. Het crowdfundingplatform vervult daarbij een faciliterende rol. Het treedt op als intermediair en biedt – in de meeste gevallen – ondernemers en investeerders ondersteunende diensten aan, dan wel zelf, dan wel via partnerorganisaties

376 Er zijn inmiddels verschillende succesvolle (internationale) crowdfunding-platformen actief, zoals Kiva, Kickstarter en het Nederlandse Tenpages. Bij veel van deze initiatieven handelen investeerders deels uit filantropische motieven. De investering heeft vaak het karakter van een gift, zodat de vraag of het geld uiteindelijk - met rendement – terugkomt, in mindere mate van belang is. Dit is bijvoorbeeld het geval bij Kiva, dat gericht is op de financiering van (ondernemers)projecten in ontwikkelingslanden (overigens kent Kiva wél een relatief hoge payback-ratio). Ook bij Kickstarter, dat de creatieve industrie als doelgroep heeft, speelt het giftmotief mee. Investeerders wordt een niet-financieel rendement in het vooruitzicht gesteld, bijvoorbeeld de cd die zij mee hebben helpen financieren. Tevens zijn veel organisaties ook op de financiering van particulieren gericht.

377 Het brede financieringsonderzoek richt zich op commerciële bedrijven. Uit voornoemde crowdfunding-initiatieven, waarbij investeerders in belangrijke mate handelen uit filantropische motieven, kunnen interessante lessen worden getrokken. Toch zijn zij in het kader van het onderzoek in mindere mate relevant. De geldverstrekker moet met zijn financiering beogen een rendement te behalen. Dat hoeft overigens geen maximaal rendement te zijn, bijvoorbeeld wanneer de geldverstrekker met zijn investering tevens ten doel heeft bepaalde (groepen) ondernemers stimuleren. Voor een globaal overzicht van de wereldwijd actieve crowdfunding-organisaties zie paragraaf J.6. Paragraaf J.7 bevat de ontwikkeling van de meest succesvolle geachte organisaties. Hieruit blijkt dat de totale omvang van crowdfunding wereldwijd nog vrij beperkt is en het succes zich vnl. voordoet op het gebied van microkredieten in ontwikkelingslanden (waarbij rendement niet voorop staat), en leningen aan particulieren.

J.1.2. Nederlandse crowdfunding-initiatieven

378 In Nederland zijn, binnen de hierboven geschetste kaders en voor zover bij het ministerie van EL&I bekend, zeven particuliere initiatiefnemers actief op gebied van crowdfunding, te weten: CrowdAboutnow, Geldvoorelkaar, Seeds, Share2Start, Sprowd, Symbid en Wekomenerwel. Van deze zeven zijn CrowdAboutNow, Geldvoorelkaar en Wekomenerwel reeds operationeel, zij het sinds kort. De vier andere initiatiefnemers geven aan concrete plannen te hebben om op een niet al te lange termijn live te gaan. De markt is, kortom, volop in beweging.

J.2. Doelgroep, type financiering en kapitaalbehoefte

379 De marktpartijen verschillen in onder meer de doelgroep, het type financiering en de kapitaalbehoefte waarop zij zich richten. Zie tabel. Het gaat hier nadrukkelijk om een overzicht op hoofdlijnen. Waar bijv. EV vermeld staat, wil die niet per se zeggen EV in traditionele zin: soms is gekozen voor nieuwe, innovatieve constructies. De marktpartijen Wekomenerwel is de enige partij die niet kiest voor standaardisatie: het is aan de ondernemer

of hij EV nodig heeft, VV of toch een tussenvorm. Er is hier dan ook in mindere mate sprake van een platformfunctie zoals de andere initiatieven die kiezen; het persoonlijke contact tussen ondernemer en investeerder staat voorop.

Marktpartij	Gestart?	Doelgroep	Type financiering	Kapitaalbehoefte (niet per se bindend)
Crowdaboutnow	Beta	Ondernemers	VV	5.000-100.000
Geldvoorelkaar	Ja	Generiek (particulieren en bedrijven)	VV	Tot 150.000 á 200.000
Seeds	Nee	Ondernemers	Tussenvorm	15.000-150.000
Share2Start	Nee	(innovatieve) starters	EV	Tot 250.000
Sprowd	Nee	Ondernemers	EV	-
Symbid	Nee	Ondernemers	EV	20.000-25 miljoen
Wekomenerwel	Ja	Ondernemers	Keuze aan ondernemer	-

J.2.1.1. Screening

- 380 De initiatieven verschillen sterk in de mate waarin en de manier waarop zij ondernemers en starters vooraf screenen. Er is hier sprake van een spanningsveld, want om niet vergunningsplichtig te zijn voor de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft), kan geen adviesrol worden vervuld. De mate waarin marktpartijen screenen varieert van praktisch niet ('dat is aan de crowd') tot een offline face-to-face gesprek met de ondernemer. Screenen gebeurt, met oog op de Wwft, altijd op objectieve criteria (bijvoorbeeld is er een KvK-inschrijving, voldoet het plan aan de doelgroepen van het platform enzovoort). Een andere oplossing waarvoor wordt gekozen om kwalitatief hoogwaardige proposities te filteren is een intensieve samenwerking met partnerorganisaties, zoals hogescholen en universiteiten, die de (startende) ondernemers aandragen bij het crowdfundingplatform.
- 381 Aan de investeerderskant blijft screening tot een minimum beperkt. Legitimatie is meestal de enige vereiste, veelal gekoppeld aan de eis dat men woonachtig moet zijn in NL.

J.2.1.2. Controle vervolgtraject

- 382 Evenals bij de screening, kiezen de verschillende marktpartijen ook voor andere benaderingen waar het gaat om controle tijdens het vervolgtraject. De marktpartijen zorgen allen voor online dan wel offline overeenkomsten tussen investeerder en ondernemer die aan standardeisen voldoen. Daarna wordt ofwel een grote eigen verantwoordelijkheid gelaten aan de investeerder, ofwel samengewerkt met partnerorganisaties, zoals accountants, die bijvoorbeeld toezien op de kwaliteit van kwartaalrapportages (bij EV).

J.3. Verwachtingen

- 383 Van de genoemde initiatieven zijn, zoals gezegd, reeds drie operationeel. Echter pas sinds kort, zodat harde ervaringsconclusies onmogelijk kunnen worden getrokken. In algemene zin blijkt het aantrekken van investeerders nog lastig, veel lastiger dan het vinden van projecten die om financiering verlegen zitten. Dat heeft uiteraard alles te maken met de onbekendheid van crowdfunding. En wellicht ook met de negatieve imago-effecten als gevolg van het mislukte initiatief Boober, dat – hoe anders van opzet ook – de scepsis bij investeerders over nieuwe financieringsvormen en financiële producten heeft aangewakkerd.
- 384 Gevraagd naar de toekomst, zien de verschillende marktpartijen voor crowdfunding in het totale aanbod van kapitaal in eerste plaats een complementaire rol weggelegd. Genoemd werd de wisselwerking die zou kunnen gaan optreden met bijvoorbeeld banken. Zo zou een ondernemer die bij de bank in eerste instantie geen financiering krijgt, maar bij de crowd wel, met het gewonnen vertrouwen terug kunnen gaan naar de bank / andere kapitaalverstrekkers. Echter ook concurrentie met banken behoort tot de mogelijkheden: daarbij is een directe lening aan een bedrijf alternatief voor een spaarrekening of een belegging.

385 Over het antwoord op de hamvraag hoe groot crowdfunding op termijn zou kunnen worden, lopen de meningen uiteen. Feitelijk is het te vroeg om hierover iets te kunnen zeggen. De markt moet immers nog worden ontwikkeld. Het winnen van vertrouwen en het bewijzen van betrouwbaarheid zijn hierbij uiteraard key.

J.4. Aandachtspunten en uitdagingen

3.9.3. Complexiteit regelgeving

386 Regelgeving is een aandachtspunt dat in alle gesprekken tot uiting komt. Die is complex en onvoldoende 'in lijn' met online innovaties zoals crowdfunding, geven verschillende marktpartijen aan. Wel zegt men goed contact te hebben met de AFM en DNB en vallen alle modellen waarvoor is gekozen binnen de kaders. Ook voor DNB en AFM is de beoordeling van dit soort innovatieve concepten aan de hand van regelgeving die daar niet voor is geschreven, een moeilijke opgave, die veel tijd kan vergen.

3.9.4. Vertrouwen en het aantrekken en behouden van investeerders

387 De markt voor crowdfunding staat nog in de kinderschoenen. Vertrouwen wekken is daarbij de grote uitdaging voor de nabije toekomst. Een vraag die naar voren komt, is of wellicht samenwerking (met bijvoorbeeld externe partijen) hierbij een rol kan spelen.

3.9.5. Verwachtingsmanagement

388 In samenhang met het vorige punt is een excellente inrichting van verwachtingsmanagement een belangrijk uitdaging. Er moet immers worden voorkomen dat investeerders en ondernemers crowdfunding reeds in de beginfase teleurgesteld de rug toe keren. Aan de investeerderskant is de vraag interessant hoe een crowd niet alleen op de been kan worden gebracht, maar ook kan blijven. Bijvoorbeeld gegeven het feit dat van plannen van startende ondernemers 80 procent het niet haalt. Ook aan de ondernemerskant is goed verwachtingsmanagement van belang. Die krijgt immers niet te maken met één, twee of drie, maar een hele crowd aan investeerders. Het is denkbaar dat dit op onervaren ondernemers een afschrikwekkende werking heeft.

3.9.6. Intellectueel eigendom

389 Crowdfunding is in belangrijke mate gebaat bij openbaarheid en transparantie. Innovatieve ideeën kunnen, als zij op een platform staan, gemakkelijk worden gestolen. Is dit probleem inherent aan crowdfunding? Of kunnen hiervoor oplossingen worden gevonden?

J.5. Conclusies en aanbevelingen

390 Het ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie trekt de onderstaande conclusies en doet de bijbehorende aanbevelingen.

- a. Het is gezien de huidige stand van zaken nog te vroeg om te kunnen beoordelen hoe crowdfunding zich kan ontwikkelen en of er een overheidsrol is. De aanwezigen op de bijeenkomst van 8 april gaven aan dat het wenselijk is om over ongeveer een halfjaar nogmaals bijeen te komen om de ontwikkelingen te evalueren. Daarvoor is een goede voorbereiding nodig in de vorm van een heldere rapportage van de activiteiten van de Nederlandse initiatieven en waar mogelijk van die in het buitenland. Er lijkt voldoende academische belangstelling om dit mogelijk te maken. Dan kan tevens bezien worden of inmiddels praktische oplossingen zijn gevonden voor de tot nu toe ervaren knelpunten.
- b. Een optie om in de tussentijd de ontwikkelingen te stimuleren zou kunnen zijn een doorverwijzing door de Ondernemerskredietdesk naar de initiatieven die voldoende transparant zijn wat betreft hun voorwaarden en de risico's voor investeerders, bedrijven en andere betrokkenen. De ondernemerskredietdesk is een site met een informatie- en wegwijzerfunctie voor (met name kleine) bedrijven die vragen hebben over financiering.
- c. Uit de discussie kwam naar voren dat enige mate van regulering gewenst is. Dit niet alleen uit hoofde van transparantie richting alle markt partijen, maar belangrijker nog ook naar de leveranciers van crowdfunding zelf. Immers, regulering versterkt de corporate governance en mitigeert de notie van het

handelen in een grijs gebied. Een lichte vorm van regulering met name vanuit de AFM, inzake productkenmerken, zou tot een efficiëntere markt kunnen leiden.

- d. Marktpartijen erkennen dat op dit moment geen koepelorganisatie bestaat welke haar belangen richting toezichthouder, de Staat en NGO's kan vertegenwoordigen. Een dergelijke organisatie kan tot consensus leiden ten aanzien van de begripsvorming rondom crowdfunding en ondersteunend zijn bij de verdere ontwikkeling.

J.6. Wereldwijde lijst met huidige actieve crowdfunding organisaties (bron: smartermoney.nl)

391 Op de website www.smartermoney.nl worden vijf typen crowdfunding-organisaties, namelijk:

- Investing in start ups;
- Supporting projects;
- Microcredit;
- P2P lending;
- Donations.

392 In totaal worden op de site 211 crowdfunding-organisaties genoemd, die wereldwijd zijn geïdentificeerd.

J.7. Omvang crowdinvesting

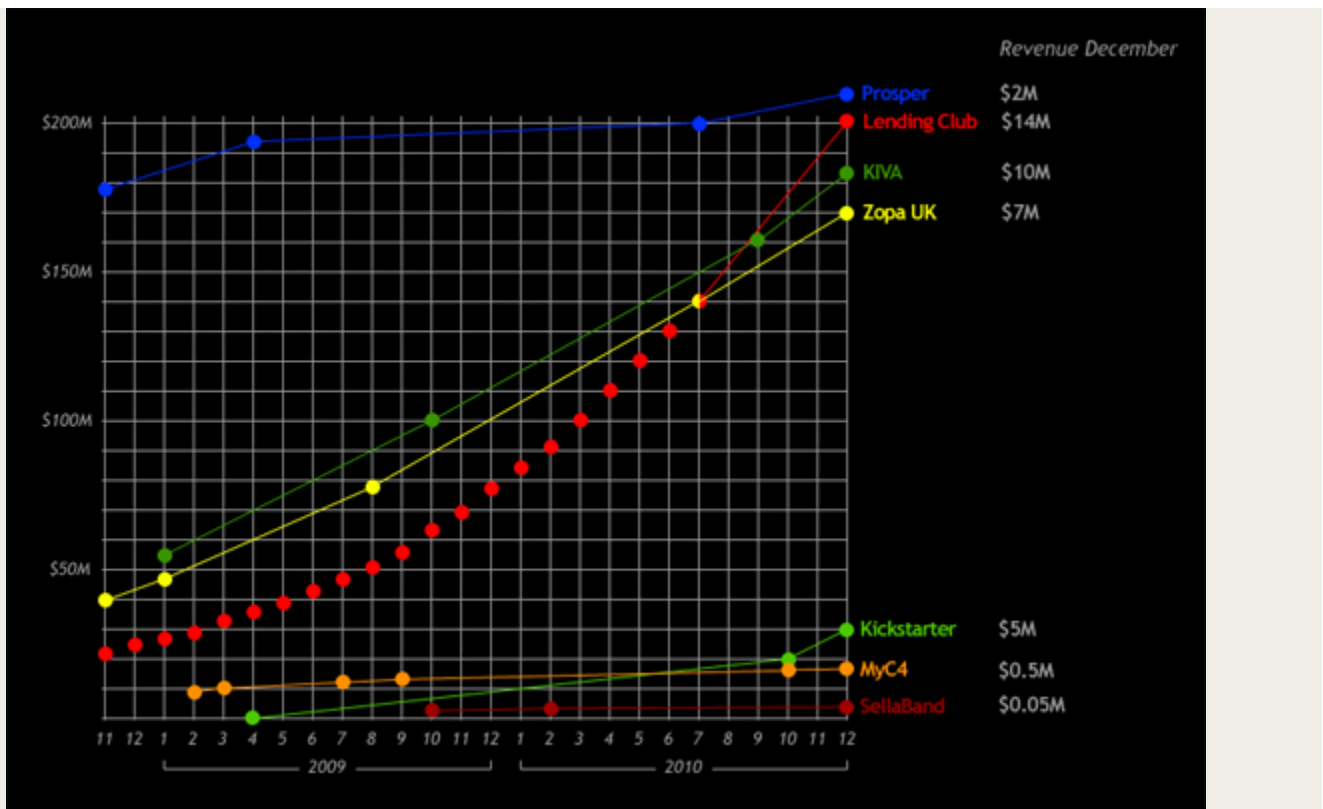
393 De onderstaande tekst is een citaat van de website www.smartermoney.nl.

J.7.1. The rise of crowdinvesting

394 At the end of 2010, the first crowdfunding platforms for investments in (start-up) companies opened its virtual doors, placing crowdfunding in the centre of the future of venture financing.

J.7.2. 2010 in numbers

395 Crowdfunding is proving to be “a robust and flexible model of financing” (as stated by Jeff Howe almost 3 years ago). Well, let's have a look at the industry's numbers to see for ourselves.



396 Two very exciting details of the graph are the speed at which Kickstarter is accelerating and the way Lending Club is leaving behind its competitors in the P2P lending sector.

397 Assuming that the platforms represented in the graph, cover 80% of the industry, a total of 1 billion dollar has been crowdfunded by the end of 2010! It took less than 5 years to hit the 1 billion dollar mark. If the revenue of the platforms will stay the same, it will take another 2 years to add another 1 billion dollar. Assuming a fast industry growth, I think we will pass the 2 billion dollars by the end of this year and the 5 billion dollars by the end of 2012

K. Bazel III

398 Deze notitie is een samenvatting van de in bijlage M onder M.8 genoemde bronnen. Zij bevat geen oordeel van PwC Advisory. Deze samenvatting biedt geen volledige inschatting van de gevolgen van Bazel III Nederland, onder andere omdat door een aantal banken nog stresstesten worden uitgevoerd. De conclusies aan het eind van deze bijlagen dienen dus met enige omzichtigheid geïnterpreteerd te worden.

K.1. De maatregelen van Bazel III

399 Naar aanleiding van de financiële crisis zijn door de internationale toezichthouder voor banken, het Bazels Comité, de kapitaals- en liquiditeitseisen eisen voor banken aangescherpt. Dit is een onderdeel van een groter pakket maatregelen dat bekend staat onder de naam Bazel III. Banken krijgen tot 2019 de tijd om aan de nieuwe eisen te voldoen. Het doel van Bazel III is het vergroten van het vermogen om schokeffecten op te vangen onder andere door de kwaliteit en transparantie van de kapitaalbasis en de liquiditeitspositie van de bancaire sector te vergroten. Daardoor kunnen banken eventuele verliezen en stress-situaties beter opvangen.

400 In essentie bestaat Bazel III uit de volgende onderdelen:

- **Verscherpte kapitaaldefinitie.** De kwaliteit van het kapitaal van een financiële instelling wordt vastgesteld aan de hand van duidelijke, Europa brede, definities. Deze verscherping van de definitie van kapitaal betekent grof gesteld dat enkel aandelenkapitaal en ingehouden winsten nog als echte buffers meetellen. Hybride papier waarbij de bank in enige mate tot rente of aflossing is verplicht, goodwill en belangen in andere financiële instellingen tellen niet of nauwelijks mee.
- **Verhoogde kapitaalomvang.** Banken moeten in 2019 minimaal 4,5% aan 'hard' eigen vermogen hebben ten opzichte van hun risico gewogen bezittingen (waarvan de gewichten onder Bazel III worden verzaard). Daarboven moet een buffer van 2,5%-punt aan eigen vermogen komen. Onder de 4,5% is een bank technisch insolvent, onder de 7% worden er zware beperkingen gesteld aan het uitkeren van dividend aan aandeelhouders.
- **Instelling van beter geregeld grensoverschrijdend toezicht.** Voor banken die in meerdere landen van de EU opereren zal een 'college van toezichthouders' worden opgericht. Dit moet tot meer effectiviteit in toezicht leiden op grensoverschrijdende bankconglomeraten.
- **Limieten op grote uitzettingen.** De maximale obligo's die op één tegenpartij mogen worden aangehouden zijn ingeperkt. Voor banken zal dit vooral uitwerking hebben op de interbancaire transacties.
- **Securitisaties aan banden.** De aanbieder van gesecuritiseerde producten wordt verplicht een deel van het risico van de onderliggende producten zelf te houden. De weging van sommige securitisaties in de portfolio wordt verzaard en de regelgeving rondom gesecuritiseerde producten wordt aangescherpt.
- **Hogere liquiditeit.** Er worden ook nieuwe liquiditeitstandaarden geïntroduceerd voor de korte en de lange termijn. De Liquidity Coverage Ratio (LCR) meet of de liquide activa van voldoende kwaliteit is om aan de korte termijn verplichting te voldoen onder stress scenario's. Voor de langere termijn is er een Net Stable Funding Ratio (NSFR) geïntroduceerd, die berekent hoe de lange termijn funding bij banken is gewaarborgd.
- **Invoering van een leverage ratio.** Een risico-ongevoelige maatstaf die potentieel de omvang van het kredietbedrijf van een bank beperkt.
- **Pro-cycliciteit en buffervorming.** In goede economische tijden zullen banken extra kapitaalbuffers moeten opbouwen, zodat men deze kan gebruiken in slechte economische tijden wanneer verliezen worden verwacht. Voorts moeten er al voorzieningen op leningen worden opgebouwd gedurende de looptijd van de lening.
- **Kapitaal voor OTC ("over the counter") tegenpartijrisico.** Er moet kapitaal moet worden aangehouden voor het kredietrisico dat een bank loopt op een tegenpartij in een OTC transactie. Daarnaast wordt er gestimuleerd om één centrale clearing als tegenpartij te gaan gebruiken in dit soort transacties waardoor de greep op – en de saldering van – uitstaande verplichtingen beter mogelijk wordt in situaties van stress.

K.2. Impact van Bazel III in Nederland

401 Banken en sommige analisten zijn van mening dat de hogere kapitaals- en liquiditeitsbuffers die Bazel III vereist een structurele impact zullen hebben op de winstgevendheid van de banken. Zij stellen dat door de wijzigingen in de regels bepaalde bankproducten minder aantrekkelijk worden en dat de huidige verdienmodellen voor een aantal banken vaak niet langer toereikend zullen blijken te zijn. Algemeen wordt verwacht dat onder invloed van Bazel III de prijsstelling richting consumenten en bedrijven opwaarts zal moeten worden aangepast.

K.2.1. CPB visie

402 Strengere kapitaaleisen voor banken als gevolg van het Bazel III-pakket leveren volgens sommige onderzoekers waarschijnlijk meer op dan ze kosten, ondanks te verwachten prijsstijgingen op lange termijn. Dat concluderen bijvoorbeeld onderzoekers in een studie van het Centraal Planbureau (CPB, 2011). Wel geven zij aan dat er op de korte termijn aanpassingskosten zijn. Volgens hen kan de overheid die aanpassingskosten verminderen, bijvoorbeeld door de invoeringstermijn over een aantal jaren uit te spreiden en tegelijkertijd dividenden in te perken of door banken voor te schrijven hoe en wanneer zij hun kapitaal moeten verhogen.

403 In tegenstelling tot wat sommige banken claimen, vinden de CPB-onderzoekers niet dat meer eigen vermogen op de lange termijn leidt tot veel hogere financieringskosten. Een bank met meer eigen vermogen betaalt voor dat eigen vermogen een lagere vergoeding aan zijn financiers. Een hoger eigen vermogen maakt banken minder risicovol, waardoor financiers met een lagere vergoeding genoeg zouden kunnen nemen.

404 Daarnaast constateren de onderzoekers van het CPB dat er maatschappelijke consequenties zijn. Als banken meer eigen vermogen aanhouden, is de kans op een maatschappelijk kostbare bankencrisis theoretisch lager. Wel zijn op korte termijn aanpassingskosten verbonden aan het ophogen van de eigen vermogens. Banken kunnen aan de nieuwe eisen voldoen door nieuwe aandelen uit te geven, maar kiezen in de praktijk eerder voor verhoging van leenrentes of vermindering van kredietverlening. Dat is slecht voor de economie en daarom maatschappelijk kostbaar.

K.2.2. NVB is kritisch over Bazel III

405 Volgens een reactie van de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) schieten vooral twee onderdelen van Bazel III – leverage-ratio en liquiditeit – hun doel voorbij. De leverage-ratio raakt volgens de NVB instellingen met een veilig risicoprofiel. Een veilige bank hoeft minder kapitaal aan te houden en heeft daardoor een hogere leverage-ratio. Het verband tussen leverage en weerbaarheid is dus volgens hen niet direct te leggen. Een uniforme aanpak voor alle banken betekent echter dat ook veiliger banken moeite zullen hebben hieraan te voldoen. Het kan volgens de NVB nooit de bedoeling zijn om deze instellingen te raken.

406 De liquiditeitseisen zijn volgens de NVB ook te streng en zij vreest dat banken veel moeite zullen hebben om eraan te voldoen. “Het legt te veel druk op de kern van wat een bank doet, namelijk spaargeld dat op korte termijn kan worden opgenomen gebruiken om langlopende leningen zoals hypotheekleningen te verstrekken. Het te veel beperken van die functie maakt het voor banken moeilijker om deze (maatschappelijke) taak te vervullen”, aldus het persbericht van de NVB.

K.3. Internationale perspectieven

407 De Federal Reserve Bank of New York heeft in haar “Staff Report” publicatie van februari 2011 een kwantitatieve schatting gemaakt van de langetermijinvloed van Bazel III op economische prestaties en fluctuaties waarbij een antwoord werd gezocht op de vragen: 1) Wat is de impact van de wijzigingen op de langetermijnperformance? 2) Wat is de impact van de wijzigingen op economische fluctuaties? 3) Wat is de impact van de invoering van contra-cyclische kapitaalbuffers op economische fluctuaties?

408 De belangrijkste conclusies waren dat:

1. ieder procentpunt verhoging van de kapitaalratio leidt tot een mediaan van 0,09 procent vermindering in het niveau van economische output ten opzichte van de basislijn. De invloed van de nieuwe liquiditeitsregelgeving is van soortgelijke omvang met 0,08 procent. Het onderzoek laat de voordelen van minder (zware) economische crises buiten beschouwing.

2. de aanpassingen van Bazel III outputvolatiliteit verminderen. De omvang van de effecten is echter heterogeen tussen modellen en de mediaan van de effecten is gering.
 3. de invoering van contra-cyclische kapitaalsbuffers een dempend effect kan hebben op outputvolatiliteit.
- 409 De Nederlandsche Bank vermeldt in haar “Kwartaalbericht september 2010” ook een beperkte remmende werking op de economische groei te verwachten gedurende een transitieperiode, maar stelt zich op het standpunt dat daarmee de kans op een economische crisis, waarvan de economische kosten veel hoger zijn, met de helft vermindert.
- 410 Een werkgroep van de Bank of International Settlements (BIS) heeft geschat dat als de hogere eisen gedurende vier jaar worden ingefaseerd, het BBP zal afnemen met ongeveer 0,2% voor elk procentpunt aan extra kernkapitaal dat banken aanhouden. DNB berekent in haar modellen de effecten voor Nederland ook op ongeveer 0,2% (mediaan) voor elk procentpunt dat banken meer aan kernkapitaal aanhouden en een additionele 0,1 procentpunt als de liquiditeitsratio's met 25 procent wordt verhoogd.
- 411 De BIS heeft berekend dat leenspreads met 15 basispunten stijgen als de doelkapitaalratio zou toenemen met 1 procentpunt en dat leenvolumes in dat geval dalen met 1,4 procent ten opzichte van het basispad. Een 25 procent hogere liquiditeitsratio zou tot 14 basispunten hogere leenspreads leiden. Afhankelijk van de huidige kapitalisering en liquiditeit van de betreffende bank en de benodigde aanpassingen zal de invloed op de prijs van krediet volgens de samensteller van dit document ruwweg variëren van minimaal tot 0,75% procent verhoging (in geval van bijvoorbeeld 3% kapitaalverhoging en een 50% hogere liquiditeit).
- 412 Bovenop de vastgestelde maatregelen komen nog extra maatregelen voor belangrijke systeembanken, banken die zo groot zijn dat zij niet kunnen falen zonder dat dit een groot effect heeft op het financiële systeem als geheel. De aanpak zal volgens DNB waarschijnlijk bestaan uit extra kapitaaleisen, een intenser toezicht, en wetgeving die toelaat om bij een crisis een dergelijke instelling in hoog tempo te ontvlechten. Er wordt nog overlegd of, en welke, Nederlandse banken zouden moeten worden aangemerkt als systeembank. Ten slotte circuleren er nog voorstellen om een bankbelasting te gaan heffen, om daarmee de steunmaatregelen die banken hebben ontvangen, terug te verdienen.
- 413 Volgens het Institute of International Finance (IIF) zijn de impactberekeningen van de BIS te laag. Het IIF komt op veel hogere percentages van ca. 3% reductie in BBP. Het is van mening dat in de berekeningen van de BIS vooral de consequenties van veranderingen in het liquiditeitsregime onderschat zijn. Verder is het IIF het oneens met de veronderstelling van de BIS dat nieuw kapitaal onbeperkt zonder verhoging van prijs aanwezig is. Ook andere aannames in de modellen van BIS vindt het te optimistisch.

K.4. Conclusie

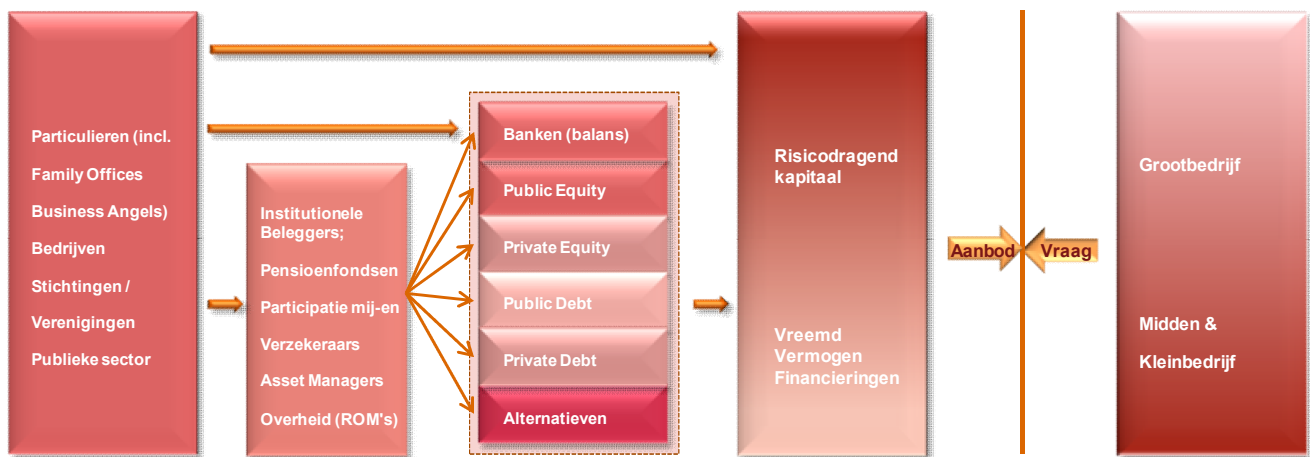
- 414 Samenvattend kan worden gesteld dat Bazel III in praktische zin om grote aanpassingen van de banken vraagt. De uitwerking zal voor iedere bank anders zijn, afhankelijk van het assortiment aan activiteiten en de samenstelling van balans en verdienmodel. De aanpassingen in de regelgeving zullen volgens de geraadpleegde bronnen bijna altijd leiden tot zwaardere eisen aan de banken en het is dan ook te verwachten dat de uitwerking voor de bank en haar eigenaren in eerste instantie op de winst zal drukken, alsmede het vermogen om bepaalde transacties nog langer winstgevend te kunnen doen.
- 415 Dat kan betekenen dat kapitaal- en liquiditeit-intensieve producten in ieder geval voor de korte tot middellange termijn duurder zullen worden en dat anderen wellicht niet langer binnen de grenzen van de nieuwe regels en/of de economische en praktische consequenties daarvan onder dezelfde condities kunnen worden uitgevoerd.
- 416 De uitwerking op de economie als geheel zal op korte termijn incidentele schaarste en frictie kunnen veroorzaken ten aanzien van financiële dienstverlening, maar op lange termijn bijdragen aan een verminderde economische volatiliteit, waarschijnlijk ten koste van enige vermindering van de economische groei.
- 417 De aangekondigde verdere maatregelen ten aanzien van systeembanken en de keuze voor welke banken die maatregelen gaan gelden, zullen een belangrijke invloed hebben op het bestaansrecht grote versus kleine banken en mogelijk bijdragen tot een herschikking van bankactiviteiten door middel van (de-)consolidatie van functies en entiteiten (zoals onder andere “shadow banking”).

L. Gehanteerde onderzoeksaanpak

418 In deze paragraaf gaan wij in op de randvoorwaarden van het onderzoek, de gehanteerde onderzoeksmethoden en de gebruikte gegevens. De randvoorwaarden behandelen wij algemeen voor het gehele onderzoek, evenals de verantwoording van de gebruikte onderzoeksmethoden. Overzichten van geraadpleegde bronnen en afgenomen interviews vindt u in de overige bijlagen van dit rapport.

L.1. Kern van het rapport: actoren en markten voor bedrijfsfinanciering

- 419 Het kapitaal dat ter beschikking wordt gesteld aan het bedrijfsleven komt beschikbaar via vele kanalen, verschillende instrumenten, en middels markten. Het komt van verschillende beleggers met ieder hun eigen doelstellingen, risicobereidheid en rendementseisen.
- 420 Het financieel intermediatieproces en in het bijzonder de efficiency hiervan zijn bepalend voor de vorm van economische groei. De wijze van handelen en daarmee de structuur van de financiële schakels wordt beïnvloedt door omgevings variabelen. Wijzigingen in deze zoals regulering van een markt, product of intermediair, veranderende economische ontwikkelingen en vooruitzichten, veranderende technische factoren zoals risico(perceptie), omvang, liquiditeit, fiscale behandeling, competitie en rendementseisen zijn daar voorbeelden van.
- 421 Door wijzigingen in deze variabelen kan het equilibrium tussen vraag en aanbod worden verstoord. Kern van dit onderzoek is vast te stellen waar, onder invloed van de krediet- en economische crisis, de belangrijkste veranderingen in vraag en aanbod zitten en wat hiervan de consequenties zijn voor het equilibrium tussen beide.
- 422 Om enige structuur aan te brengen bij het in kaart brengen van de aanbodzijde van de geld- en kapitaal markt hebben we een viertal geledingen aangebracht. Allereerst de bron(nen) van het kapitaal, dus de eigenaren van het geld. Dat zijn personen en organisaties en de rechtspersonen die hen vertegenwoordigen. De middelen van deze personen en organisaties worden soms direct belegd, maar veelal door bemiddeling van professionele tussenpersonen; m.n. de institutionele beleggers. De beleggers investeren hun middelen middels instrumenten die gecategoriseerd kunnen worden in een aantal klassen, waarvoor specifieke markten bestaan. Deze markten produceren het aanbod en vormen de plaats waar vraag en aanbod bij elkaar komen.
- 423 In de figuur op pagina 90 is dit proces schematisch weergegeven. Dit schema is een sterk vereenvoudigde weergave van een werkelijkheid die veel complexer is. Het plaatje helpt enige structuur aan te brengen in de discussie over de werking van partijen en markten en de onderlinge samenhang en afhankelijkheden. Het laat ook zien waar in het proces concurrentie en alternatieven bestaan.



L.2. Randvoorwaarden

424 De pilot van de Monitor Financierbaarheid Nederland is uitgevoerd onder een aantal beperkende randvoorwaarden. De randvoorwaarden zijn overlegd met en onderkend door de opdrachtgever en beslaan enerzijds de mate waarin relevante onderzoeksgegevens beschikbaar zijn en anderzijds de beperkte doorlooptijd van het onderzoek.

L.2.1. Specifieke gegevens niet beschikbaar

425 Gedurende de looptijd van de pilot is gebleken dat een deel van de gewenste financiële gegevens niet voldoende beschikbaar is voor gebruik in een onderzoek zoals dit. Dit is een van de redenen voor het pilot-karakter van deze monitor. In volgende versies van de monitor is het van belang de beschikbare gegevens te ontsluiten bij de financieringspartijen op de verschillende markten, alsook tijdig specifieke informatievragen neer te leggen bij DNB en CBS. Van specifiek belang daarbij is de relevante partijen te doordringen van het belang van het onderzoek en hun medewerking aan het onderzoek tijdig te borgen.

L.2.2. Beperkte doorlooptijd van het onderzoek

426 Dit onderzoek is gestart in januari van dit jaar en kent haar oplevering halverwege mei. Dit is kort tijd gebleken om alle gewenste partijen bij dit onderzoek te betrekken en om alle gewenste cijfers te verzamelen. Ook dit is een van de redenen voor het pilot-karakter van de monitor. Volgende edities van de monitor zijn gebaat bij een langer voortraject waarin de noodzakelijke informatie kan worden ontsloten en de medewerking van betrokkenen eerder kan worden gevraagd.

L.3. Gehanteerde onderzoeksmethoden

427 Binnen de deelonderzoeken hebben wij documentanalyse gecombineerd met zowel verkennende als diepte-interviews. Per deelonderzoek hebben wij de resultaten geanalyseerd. Vervolgens hebben wij synthese aangebracht in de uitkomsten van de deelstudies en deze uitkomsten op abstracter niveau geanalyseerd en geconsolideerd.

L.3.1. Documentanalyse

428 Documentanalyse is uitgevoerd op basis van publiek beschikbare informatie, vertrouwelijke informatie verkregen van respondenten uit het beleidsveld en vanuit de markten en diverse wetenschappelijke publicaties. De gebruikte bronnen zijn genoemd in bijlage M. Courant dan wel volledig cijfermateriaal bleek op punten moeilijk verkrijgbaar. Op punten waar formele cijfers niet beschikbaar waren, hebben wij waar mogelijk op basis van verantwoorde aannames de cijfers berekend. Deze aannames zijn in de deelrapporten toegelicht waar van toepassing.

L.3.2. Interviews

429 Met verschillende respondenten zijn verkennende vraaggesprekken gevoerd om algemene trends in beeld te krijgen. Bij andere respondenten zijn semi-gestructureerde diepte-interviews afgenomen om ervaren

knelpunten gedetailleerd te kunnen duiden en om context te bieden bij bevindingen uit de desk research. Van deze interviews zijn gespreksverslagen gemaakt die alle zijn geaccordeerd door de betreffende respondent. In bijlage N is een lijst weergegeven van alle gesprekspartners.

L.3.3. Analyse en synthese

- 430 De uitkomsten van de verschillende deelonderzoeken hebben wij bijeengebracht in het syntheseverslag, waarbij wij op meer geaggregeerd niveau uitspraken doen omtrent de knelpunten in de financierbaarheid van Nederland en de oplossingsrichtingen die wij zien. Ieder punt uit de synthese voert terug op conclusies uit de deelrapporten. De conclusies uit de deelrapporten zijn gebaseerd op analyse van de onderzoeksresultaten uit de documentanalyse en de vraaggesprekken.

M. Geraadpleegde bronnen

431 Deze bijlage geeft een overzicht van de door PwC Advisory voor dit rapport geraadpleegde bronnen. De deelrapporten van EIM en EL&I bevatten een separate bronvermelding. Dit betreft de volgende deelrapporten:

- A. Vraagzijde – financieringsbehoefte bedrijven (samengesteld door EIM);
- B. Vraagzijde – financiering kleine bedrijven (samengesteld door het ministerie van EL&I);
- J. Crowdfunding (samengesteld door het ministerie van EL&I).

M.1. Banken

432 **Geraadpleegde literatuur:**

- Bank for International Settlements. “Strengthening the resilience of the banking sector”, December 2009
- Dennis, W.J. Jr. “Small Business Credit in a Deep Recession”, February 2010, Senior Research Fellow NFIB Research Foundation
- Duffhues, P.J.W. en Roosenboom, P.G.J. “Ondernemingsfinanciering nu en in de toekomst”, 11 maart 2011
- Hermans, L.M.L.A.H. et al. “Eindrapport Taskforce Kredietverlening”, December 2010
- Nederlandse Vereniging van Banken. “Code Banken”, 9 september 2009
- TheCityUK’s International Regulatory Strategy Group. “Pro-Competitive Principles for Reform of Financial Regulation”, 2010
- ICAEW. “SME Access to finance research report”, Londen, januari 2011
- JP Morgan and the Rockefeller Foundation. “Impact Investments, An emerging asset class”, November 2010

433 **Overige bronnen:**

- Wellink, N. “Toekomst van de Nederlandse financiële sector”, Speech ter gelegenheid van het bezoek van De Maatschappij, departement Amsterdam aan DNB op 25 november 2010

M.2. Beurs

434 **Geraadpleegde literatuur:**

- ICAEW. “SME Access to finance research report”, Londen, januari 2011
- URS Corporation, Bourse Consult en Strathclyde University. “The City’s Role in providing for the public equity financing needs of UK SMEs”, in opdracht van de City of London, maart 2010

M.3. Institutionele beleggers

435 **Geraadpleegde literatuur:**

- Bureau Bosch. “Trends in institutioneel Nederlands vermogensbeheer”, 8 november 2010;
- Burggraaf, T. “De PPI, eerste marktverkenning”, Mercer, 22 maart 2011
- De Nederlandsche Bank. “Statistisch Bulletin”, juni 2010
- Kemna, A.G.Z en Van de Loo, E.L.H.M. “Rol institutionele beleggers in relatie tot bestuur en commissarissen, Een driehoeksverkenning”, oktober 2009
- Mercer Investment Consulting. “Asset allocation survey and market profiles, European institutional Marketplace overview”, november 2010
- Towers Watson. “Global Pension Asset Study 2011”, February 2011

436 **Wet en regelgeving:**

- Wet introductie premiepensioeninstelling, Kamerstuk 31891 nr. 3
- Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance van 30 mei 2007, Kamerstuk 32014 nr. 4

M.4. Private equity / venture capital

437 Geraadpleegde literatuur:

- Adviesraad voor het Wetenschaps- en Technologiebeleid. “Kapitale kansen, slim geld voor ambitieuze ondernemers.” Februari 2011.
- Duffhues, P.J.W. en Roosenboom, P.G.J. “Ondernemingsfinanciering nu en in de toekomst”, 11 maart 2011
- Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen. “De Nederlandse Private Equity markt in 2010, Ondernemend vermogen.”, april 2011
- URS. “The City’s role in providing for the public equity financing needs of UK SMEs.”, March 2010
- Tweede Kamer der Staten-Generaal. “Naar de top: de hoofdlijnen van het nieuwe bedrijvenbeleid.” Kamerstukken 32637, nr. 1. 10 februari 2011.

M.5. Informele investeerders

438 Geraadpleegde literatuur:

- Bureau Bartels. De Markt voor Informele investeerders. 25 februari 2003
- Bureau Bartels. Evaluatie van de Durfkapitaalregeling. 8 april 2005
- Bureau Bartels. Nulmeting Informal Investment. 18 januari 2011
- Directorate for Science, Technology and Industry Committee on Industry, Innovation and Entrepreneurship. Financing High Growth Firms: The Role of Business Angels - Project Update. 2011
- Hoppenbrouwers F.C.M.. Risicodragend Vermogen: De Opkomende Markt Van Informal Venture Capital In Nederland. 1996
- K+V Organisatieadviesbureau & Entrepreneurial Holding: Onbekend Maar Zeer Bemind, De Rol Van Informele investeerders Op De Nederlandse Markt Voor Risicodragend Vermogen. 1996
- Mason, C. & Harrison, R.. "Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the UK: Is There Still a Role for the Public Sector?" in Small Business Economics, 9: 111-123. 1997
- Mason, C. & Harrison, R.. "Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital" in Small Business Economics, 7: 153-172, 1995
- Mason, C. & Harrison, R.. "International Perspectives on the Supply of Informal Venture Capital" in Journal of Business Venturing, 7:459-475, 1992
- Mason, C. & Harrison, R.. "Is it worth it? The Rates of Return From Informal Venture Capital Investments" in Journal of Business Venturing, 17 (2002) 211-236
- Mason, C. & Harrison, R.. "The Size of the Informal Venture Capital Market in the United Kingdom" in Small Business Economics, 15:137-148. 2000
- Mason, C. & Kwok, J.. "Investment Readiness Programmes And Access To Finance: A Critical Review Of Design Issues" in Local Economy: The Journal of the Local Economy Policy Unit, 2010-25:269
- Mason, C. et al.. "The Role of Trust in the Informele investeerder's Investment Decision: An Exploratory Analysis" in ET&P. 1997
- Munck, C. & Saublen, C.. Introduction To Business Angels And Business Angels Network Activities In Europe. 2005
- Organisation for Economic Co-operation and Development. Financing High Growth Firms: The Role of Business Angels – Project Update. 2011

439 Overige bronnen:

- TROS in Bedrijf. Radio-interview met Harry Helwegen over publicatie rapport Bureau Bartels over informele investeerders, uitgezonden op Radio 1 op 2 april 2011
- Website van de Europese Commissie, Directoraat Generaal Ondernemerschap en Industrie. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/education-training-entrepreneurship/index_en.htm

M.6. Family offices

440 Geraadpleegde literatuur:

- Amit, R., Liechtenstein, H., Prats, M.J., Millay T. en Pendleton, L.P. “Single Family Offices: Private Wealth Management in the Family Context”, May 2008

- European Private Equity and venture Capital Association. “Europe’s Family Offices, Private Equity and Venture Capital”, 2007

441 Overige bronnen:

- European Private Equity and Venture Capital Association. “Annual Survey 2009, Private equity funds raised by type of investor”, http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/4_2_Fundraising/YB10_Private_equity_funds_raised_by_type_of_investor.pdf
- European Private Equity and Venture Capital Association. Gegevens ontvangen per e-mail d.d. 20 april 2011 van EVCA Research

M.7. Fondsinitiatieven

442 Overige bronnen:

- <http://www.ccqondernemersdesk.nl>
- <http://www.ipe.com>
- <http://www.kapitaalplaza.nl>

M.8. Bazel III

443 Geraadpleegde literatuur:

- Bank for international Settlements. “Bazel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems”, December 2010
- Bank for international Settlements. “Bazel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring”, December 2010
- Berben et al. “Macro-effecten van hogere kapitaal- en liquiditeit - standaarden voor banken, Empirische aanwijzingen voor Nederland”, DNB Occasional Studies Vol.8/No.3, 2010
- Centraal Plan Bureau. “Zijn strengere kapitaaleisen kostbaar?”, 2011
- Deloitte. “Basel III: de ultieme uitdaging voor banken voor de komende jaren”, 2011
- De Nederlandsche Bank. “Kwartaalbericht september 2010”
- Federal Reserve Bank. “Basel III: Long-Term Impact on Economic Performance and Fluctuations”, February 2011, Federal Reserve Bank of New York Research Paper Series - Staff Report
- Financieele Dagblad. “Nederlandse banken tegen Bazel-eisen”, 4 augustus 2010
- Institute of International Finance. “The Net Cumulative Economic Impact of Banking Sector Regulation, Some New Perspectives”, October 2010
- KPMG. “Nederlandse banken moeten vaart maken met nieuwe eisen van Basel III”, 31 maart 2011
- PwC Advisory. “The New Basel III Framework: Navigating Changes in Bank Capital Management”, 2011

M.9. Websites die zijn geraadpleegd voor verschillende deelonderzoeken

- <http://www.cbs.nl>
- <http://www.deondernemer.nl>
- <http://www.dnb.nl> en <http://www.statistics.dnb.nl>

N. Geïnterviewde personen

444 Deze bijlage geeft een overzicht van de door PwC Advisory voor dit rapport geïnterviewde personen. De deelrapporten van EIM bevatten geen namen van geïnterviewde personen, aangezien de interviews met bedrijven anoniem verwerkt zijn. De interviews zijn afgenomen in het eerste kwartaal van 2011. Voor de volgende deelrapporten zijn geen personen geïnterviewd:

- B. Vraagzijde – financiering kleine bedrijven (samengesteld door het ministerie van EL&I);
- J. Crowdfunding (samengesteld door het ministerie van EL&I).

N.1. Banken

- Directie – ABN Amro
- Directie – Deutsche Bank
- Directie – ING Bank N.V.
- Directie – Rabobank
- Directie – Royal Bank of Scotland
- Directie – SNS Bank

N.2. Beurs

- W.J. Meijer – ING Bank N.V.
- P. Seebregts – Holland Financial Center
- J.M. Slagter – Voorzitter VEB
- C. Vermaas – CEO en Chairman NYSE Euronext Amsterdam
- M. van Voorst tot Voorst – Holland Financial Center
- D. Wildeboer – NYSE Euronext Amsterdam

N.3. Institutionele beleggers

- R. Abma – Eumedion
- J. van der Ende – voormalig PGGM
- H. Janssen Daalen – Dutch Fund and Asset Management Association
- G. Riemen – Pensioenfederatie

N.4. Private equity / venture capital

- J. M. van Gorp – Gilde Healthcare Partners
- R. Poos – GIMV
- R.W.O. Metz – Ecart Invest
- Dhr. M. Prins – PPM Oost
- M. Wetzels – Egeria

N.5. Informele investeerders

- J. Blaak – VenGen
- H. Helwegen – Business Angels Network Nederland

N.6. Family offices

- Een vijftal vertegenwoordigers van family offices, die op eigen verzoek anoniem blijven.

N.7. Fondsinitiatieven

- Daan Cohen de Lara – Ad Pontes
- Allard de Lanoy Meijer – Ad Pontes

-
- Fred Dech – KapitaalPlaza
 - QUIRIJN Haak – KapitaalPlaza
 - Martijn Kleijwegt – Kleijwegt
 - Maarten Kolff – CCQ Ondernemersdesk
 - Johan van de Ende – DCF



Colofon

Advies van de expertgroep bedrijfsfinanciering op verzoek
van de minister van Economische Zaken,
Landbouw en Innovatie
's Gravenhage, juni 2011
Publicatienummer: 13PD2011G011
Deze publicatie is in digitale vorm beschikbaar via
www.rijksoverheid.nl/eleni

Directoraat-Generaal Ondernemen en Innovatie
Bezuidenhoutseweg 30
Postbus 20101
2500 EC 's-Gravenhage
Internet: www.rijksoverheid.nl/eleni

Voorzitter: drs. T. de Swaan
Prof. dr. A.W.A. Boot
Prof. dr. P.J.W. Duffhues
Mr. J. Kuiper
drs. T. Molenaar
Prof. J.H.R. van de Poel
Prof. dr. P. Roosenboom
Mr. H.Th. E.M. Rottinghuis
C. M. Verdiesen AA
Ing. C. Vermaas