

Naar meer niet-bancaire financieringsbronnen voor het MKB

Michiel Bijlsma, Sander van Veldhuizen en Benedikt Vogt

SAMENVATTING Banken hebben een belangrijke positie als aanbieder van vreemd vermogen voor het MKB. Bij afnemende beschikbaarheid van bankfinanciering, bijvoorbeeld door een (banken)crisis, zijn substituten voor bankkrediet voor het MKB beperkt beschikbaar. MKB-ondernemingen hebben geen toegang tot de openbare financiële markten, en een onderhandse markt voor vreemd vermogen ontbreekt. Overheidsmaatregelen gericht op het opbouwen van eigen vermogen, ter vervanging van de prikkels voor prudent gedrag van bankmonitoring, faciliteren een overschakeling van bank- naar meer marktfinanciering. Maatregelen als het verminderen van de fiscale stimulans van schuldinstrumenten, het Europees harmoniseren van faillissementswetgeving en investeerdersbescherming, en een centraal kredietregister dragen daaraan bij.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK De financierbaarheid van het MKB is in Nederland een zorgenkind, temeer omdat door ontoereikende financiering de economische groei kan stagneren. Het overheidsinstrumentarium voorziet vooral in het weg-nemen van knelpunten rondom bancaire kredietverlening, maar zou eigenlijk meer gericht moeten zijn op het versterken van het eigen vermogen om het palet aan financieringsvormen uit te breiden naar meer marktgeoriënteerde financiering.

1 Inleiding

De financiering van het bedrijfsleven is een kernactiviteit van banken. Nederlandse MKB-bedrijven maken van oudsher relatief veel gebruik van bancaire financiering. Banken vormen daarmee verreweg de belangrijkste externe financieringsbron voor MKB-bedrijven. De bancaire kredietverlening aan het MKB viel sinds het begin van de financiële crisis van een hoog niveau terug en sloeg in 2013 zelfs om in krimp. De meest recente cijfers laten zien dat deze trend nog aanhoudt (DNB, 2015).

Zowel vraag- als aanbodfactoren verklaren de matige groei van het Nederlandse MKB sinds het begin van de financiële crisis (Beers et al., 2015b). Zo neemt de vraagzijde van de kredietmarkt af door een sterke economische teruggang. Een dalende vraag naar producten en diensten van MKB-bedrijven leidt tot minder

(uitbreidings)investeringen. Tegelijkertijd verslechterde de financiële positie van MKB-bedrijven in de economische recessie, waardoor banken kredietaanvragen vaker afwijzen bij gelijkblijvende kredietvoorwaarden. Maar ook aanbodbeperkingen hebben invloed op de terugvallende kredietverlening via scherpere kredietvoorwaarden en een verslechterde solvabiliteitspositie van banken. Empirisch bewijs laat zien dat ongeveer tien procent van de omzetsdaling van MKB-bedrijven die sterk afhankelijk zijn van externe financiering is toe te schrijven aan aanbodbeperkingen (Beers et al., 2015b).

De moderne financieringstheorie stelt dat ondernemingen hun investeringen eerst zoveel mogelijk financieren uit interne bronnen, vervolgens uit het opnemen van extern vreemd vermogen en pas daarna uit het aantrekken van extern eigen vermogen (Myers & Majluf, 1984). Wanneer MKB-bedrijven te maken hebben met teruglopende winsten bij aanhoudende economische tegenwind, neemt de afhankelijkheid van externe financieringsbronnen dus snel toe. MKB-bedrijven zullen in die omstandigheden een groter beroep doen op bancaire krediet. Als juist de bancaire kredietverlening terugloopt door aanbodbeperkingen, zadelt dat MKB-bedrijven met een financieringsprobleem op.

Nu de economie aantrekt komt de kredietverlening voor grote bedrijven weer op gang, maar voor het MKB blijft financiering een bottleneck. Niet verwonderlijk dus dat er onder beleidsmakers en wetenschappers al langer een discussie loopt over het vraagstuk van de financierbaarheid van het MKB. Zo adviseerde de Expertgroep Bedrijfsfinanciering (2011) voor meer diversiteit van financieringsbronnen voor het MKB. Verschillende academische onderzoekers onderzochten specifieke problemen en oplossingen bij teruglopende bancaire kredietverlening (o.a. Duffhues & Roosenboom, 2011; Duffhues, 2014; KVS, 2015; Beck et al., 2014). Dit artikel analyseert hoe de overheid het aantal externe niet-bancaire financieringsbronnen voor MKB-bedrijven kan vergroten.

De opbouw van dit artikel is als volgt. Paragraaf 2 geeft eerst een typering van financieringsvormen van bedrijven. Vervolgens kadert paragraaf 2 verder in op welk

deel van de taxonomie van financieringsvormen dit artikel beleidsopties formuleert. In paragraaf 3 wordt ingegaan op de vraag waarom marktoplossingen om de traditionele financieringsmarktfalens te overkomen veelal minder goed werken bij MKB-bedrijven. In paragraaf 4 volgt een argumentatie waarom een marginale verschuiving van een bank- naar meer marktgeoriënteerd financieringssysteem knelpunten bij het MKB kan voorkomen. Vervolgens bespreekt paragraaf 5 het huidige beleidsinstrumentarium, en waarom het huidige beleidsinstrumentarium een transitie naar meer marktfinanciering niet voor elkaar zal krijgen. Paragraaf 6 presenteert beleidsopties in een driestapenplan waarmee een dergelijke transitie te realiseren zal zijn. In paragraaf 7 volgt een slotbeschouwing.

2 Een taxonomie van financieringsvormen

De moderne financieringstheorie stelt dat bedrijven hun vermogenkosten minimaliseren door eerst te kiezen voor de goedkoopste financieringsvorm. Dat is interne financiering via winsthouding. Wanneer interne middelen ontoereikend zijn voor de geplande investeringen doen bedrijven eerst een beroep op bronnen van extern vreemd vermogen, en pas daarna op bronnen van extern eigen vermogen (Myers & Majluf, 1984).

De meeste bedrijven financieren zich met zowel eigen als vreemd vermogen. Bedrijven kunnen eigen vermogen via interne middelen opbouwen door winsthouding, maar ook langs externe bronnen door nieuwe aandelen uit te geven op de onderhandse of openbare

kapitaalmarkt. Vreemd vermogen is voor bedrijven een externe financieringsbron, die onder meer bestaat uit bankleningen, obligatieleningen, onderhandse leningen en leverancierskrediet. Tussen eigen- en vreemd vermogen bevindt zich de categorie mezzanine financiering. In deze categorie vallen converterbare of achtergestelde leningen, die onder bepaalde voorwaarden worden omgezet in aandelen. De externe financieringsbronnen zijn weergegeven in tabel 1.

De externe financieringsbronnen in tabel 1 zijn gerangschikt langs twee dimensies. Deze dimensies onderscheiden twee financieringslandschappen: een bankgeoriënteerd en een marktgeoriënteerd financieringslandschap (Bijlsma & Zwart, 2013). Andere onderzoekers gebruiken ook wel de terminologie 'arm's length financing' voor marktgeoriënteerde financiering en 'relationship based finance' voor bankgeoriënteerde financiering (Rajan & Zingales, 2002). In een overwegend bankgeoriënteerd financieringslandschap spelen banken de hoofdrol in het intermediatieproces tussen de financiers en bedrijven. Banken bundelen deposito's, lenen de gebundelde deposito's uit aan bedrijven die ze vervolgens monitoren namens de depositehouders (Boot & Thakor, 2009). In voornamelijk marktgeoriënteerde financieringssystemen lenen bedrijven vaker direct kapitaal via de financiële markten, bijvoorbeeld via obligaties, aandelen, private equity (PE) of venture capital (VC), of via onderhandse markten via leningen van institutionele beleggers.

Tabel 1 Overzicht financieringsinstrumenten

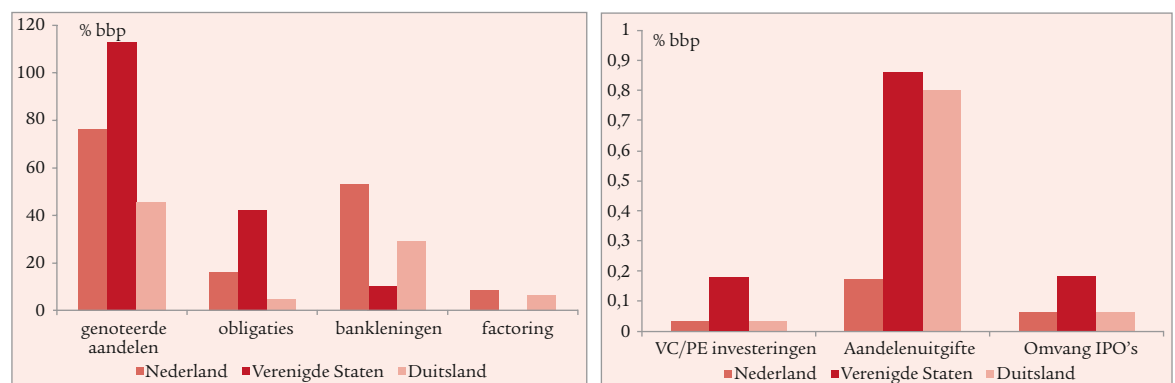
		Vreemd vermogen	Mezzanine	Eigen vermogen
Private markt	Traditioneel	- Onderhandse leningen - Ketenfinanciering of reversed factoring - Leverancierskrediet - Particuliere geldverstrekkers (family, friends & fools)		- Participatiemaatschappijen (PE en VC) - Business angels/Informals - Particuliere geldverstrekkers (family, friends & fools)
	Opkomend	Crowdfunding		Equity Crowdfunding
Intermediair	Traditioneel	- Bankfinanciering - Asset based financiering (Lease en factoring)	Achtergestelde leningen	
	Opkomend	- Kredietunies - Microkredieten		
Publieke markt	Traditioneel	Schuldpapier		Genoteerde aandelen
	Opkomend	Investeringsfondsen		

Hoe verhoudt het Nederlandse landschap zich met het landschap in andere Europese landen of de Verenigde Staten? Figuur 1 geeft het gebruik van verschillende financieringskanalen in Nederland, de VS en Duitsland weer. Uit de figuur volgt dat in Duitsland en Nederland een grote rol is weggelegd voor bankfinanciering, terwijl in de VS aandelen en obligaties een grote rol spelen. Ook de private-equity-investeringen liggen op een aanzienlijk hoger niveau in de VS. In figuur 2 vergelijken we het gebruik van financieringsvormen in Nederland met Europa en de VS. De figuur laat ook verschillen tussen Europese landen zien. Twee groepen landen onderscheiden zich in Europa: meer bankge-

oriënteerde (bank EU) landen en meer marktgeoriënteerde landen (markt EU). Nederland valt in die laatste groep, Duitsland in de eerste (Bijlsma & Zwart, 2013).

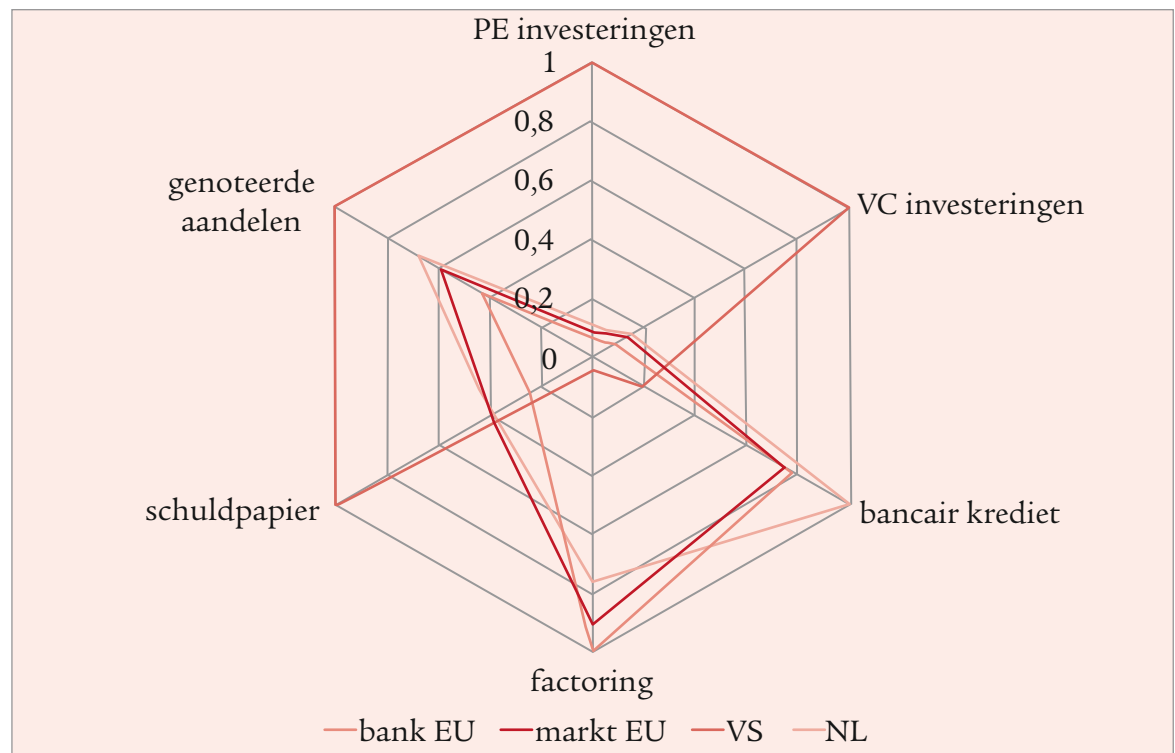
Banken nemen in Europa een belangrijke positie in als aanbieder van vreemd vermogen, en dat geldt sterker voor het MKB (Duffhues & Roosenboom, 2011). Grootbedrijven financieren zich zowel met bancair krediet als met obligatieleningen. Ze hebben dus substituten voor bankfinanciering. MKB-bedrijven hebben veelal geen toegang tot de obligatiemarkten, en zijn voor een alternatief voor bancair krediet dan aangewezen op de on-

Figuur 1 Omvang financieringsvormen in Nederland, Duitsland en VS in 2013



Bron: Nationale centrale banken, ECB, Wereldbank, IMF, SIFMA, BIS, FED, EVCA.

Figuur 2 Financieringsvormen in Nederland, Europa en de Verenigde Staten in 2013



Bron: ECB, BIS, EVCA, FCI, FED, NVCA, Bijlsma en Zwart (2013).

derhandse markt van leenvermogen. Echter, in Europa, en dus ook in Nederland, ontbreken zulke markten voor het MKB. Hiermee hebben MKB-ondernemingen minder toegang tot traditionele substituten voor bankfinanciering dan MKB-bedrijven in de VS, waar het financieringssysteem minder bank- en meer marktgeoriënteerd is (Duffhues & Roosenboom, 2011, Bijlsma et al., 2015). De rest van dit artikel analyseert waarom traditionele substituten voor bankkrediet voor MKB-bedrijven lastig tot stand komen en wat de overheid hier aan kan doen. Ook de rol van andere alternatieve financieringsbronnen als substituut voor bancair krediet voor het MKB wordt hierin meegenomen.

3 Traditionele marktoplossingen werken niet voor kleine bedrijven

Asymmetrische informatie over de financiële situatie van een bedrijf en het gedrag van de ondernemer leidt tot averechtse selectie en moreel risico die de kredietverlening aan bedrijven belemmeren en leiden tot kredietrantsoenering (Bijlsma et al., 2015). De economische theorie beschrijft vijf marktmechanismen waarmee marktpartijen de imperfecties van averechtse selectie en moreel risico kunnen verminderen: inbreng van eigen vermogen, inbreng van onderpand, transparantie, diversificatie en monitoring. Echter, in de praktijk werken deze marktoplossingen minder goed voor kleine bedrijven.

Een eerste reden is dat kleine bedrijven *minder verpandbare bezittingen* hebben. Zo speelt bij kleine innoverende bedrijven dat ze sterk afhankelijk zijn van immateriële activa (zoals R&D). Deze bedrijven beschikken vaak over weinig verpandbare zekerheden, en voor zover zekerheden wel aanwezig zijn, zullen ze veelal ondernemingsspecifiek zijn (dus met een lage liquidatiewaarde). Bij reguliere kleine bedrijven speelt het probleem dat het onderpand bij uitbreidingsinvesteringen vaak al is vergeven aan lopende kredieten. Dit kan mogelijk ondervangen worden door privévermogen van de eigenaar in onderpand te betrekken, maar dit zal niet altijd een wenselijke oplossing zijn. Als kleine bedrijven dus te weinig onderpand hebben, zullen ze meer eigen vermogen moeten hebben om toegang te verkrijgen tot goedkoper, niet-gemonitord kapitaal (Holmstrom & Tirole, 1997).

Ten tweede kunnen bij de verstrekking van krediet voor kleine bedrijven hold-up-problemen spelen vanwege specifiek menselijk kapitaal (Hart & Moore, 1994).¹ Bij kleine bedrijven is het succes vaker dan bij grote bedrijven afhankelijk van de specifieke vaardigheden van één persoon, de eigenaar. Er ontstaat een hold-up-probleem omdat het bedrijf, als de externe financiering rond is, een prikkel heeft om te heronderhandelen over de voorwaarden van financiering.² Immers, zonder diens specifieke vaardigheden is het project niks waard. De kredietverstrekker anticipeert op het gedrag van de

ondernemer en is terughoudend met het verstrekken van krediet (Laffont & Martimort, 2009).

Een derde verschil zit in de beperktere mogelijkheden om op een geloofwaardige manier transparant te zijn vanwege de hoge vaste kosten van uitgebreide externe verslaglegging. Geloofwaardige transparantie van de financiële situatie gaat gepaard met vaste kosten, bestaand uit bijvoorbeeld rating- en certificatiekosten of ICT-systemen. Ook blijkt dat kleinere bedrijven moeite hebben om tijdige en volledige financiële informatie aan financiers te leveren (SER, 2014).

Ten vierde biedt diversificatie alleen mogelijkheden als een onderneming ook voldoende projecten heeft (Diamond, 1984). Kleinere bedrijven beschikken vaak over minder projecten die daarvoor geschikt kunnen zijn, omdat ze meer gespecialiseerd zijn.

Tot slot brengt monitoring door een derde partij zoals een bank, kredietunie of een durfkapitalist ook vaste kosten voor de financier met zich mee. Voor financiers zijn de monitoringkosten van grote investeringen relatief lager dan voor kleine investeringen, hetgeen financiering van kleine bedrijven voor hen minder aantrekkelijk maakt (Tirole, 2010).

4 Meer marktfinanciering wenselijk?

Hoe wenselijk is nu een verschuiving richting een meer marktgeoriënteerd financieel systeem? Hard empirisch bewijs ontbreekt dat het ene systeem beter is voor groei op lange termijn dan het andere. Studies die de langetermijngroei in landen onderzoeken, vinden geen significant effect van de structuur van de financiële sector op de langetermijngroei (Beck & Levine, 2002). De effecten van het verschuiven van het ene financiële systeem naar het andere in normale economische tijden, zijn in de empirische literatuur nauwelijks onderzocht. Toch kan aan de marge een verschuiving van bank naar meer marktfinanciering wenselijk zijn om twee redenen. Ten eerste leidt dit tot meer economische en financiële stabiliteit. Immers, een financiële crisis raakt de economische groei en de financiële stabiliteit harder op de korte termijn in bankgeoriënteerde landen (Gambacorta et al., 2014). De recente kredietcrisis illustreert dit. Wanneer de Europese kapitaalmarkten tussen 2008 en 2013 even ontwikkeld zouden zijn geweest als hun Amerikaanse tegenhanger, zou er ongeveer 4 biljoen euro extra bedrijfsfinanciering beschikbaar zijn geweest (Wright, 2014). In de VS vond na de financiële crisis van 2008 meer substitutie plaats van bank naar marktfinanciering dan in Europa. Dit is een mogelijke verklaring voor het snellere herstel van de VS en andere marktgeoriënteerde landen na een financiële crisis. Recentelijk empirisch bewijs toont aan dat economieën met een meer gebalanceerde verhouding van bank- en marktfinanciering minder sterke contracties van hun bruto binnenlands product (BBP) tijdens een bankencrisis ervaren (Allen et al., 2012). Het kan

daarmee ook een reden zijn om in te zetten op meer diversificatie van financieringsbronnen (Europese Commissie, 2015).

Ten tweede komen in een meer marktgeoriënteerd systeem kleine en innovatieve bedrijven, via hogere eigen vermogens, gemakkelijker aan financiering en kunnen ze gemakkelijker doorgroeien. Een kanttekening hierbij luidt dat dit een analyse aan de intensieve marge is: een verschuiving van de financieringsmix van bedrijven naar iets meer marktfinanciering. Hoe de optimale mix van bank- en marktfinanciering er uit ziet is onbekend: naast financiering heeft het financiële systeem ook andere functies, zoals het mogelijk maken van risicodelen en betalingen.

De transitie naar een situatie waarin marktfinanciering een grotere rol speelt, gaat niet vanzelf. Er speelt marktfalen dat terug te voeren is op coördinatieproblemen en informatieasymmetrie. Bij de overgang naar marktfinanciering dragen bedrijven die als eerste de overgang maken de grootste kosten, want de markt is dan nog klein en dus minder liquide. Bedrijven die later naar de markt gaan, profiteren van een lagere liquiditeitspremie. Ook hebben bedrijven die bankfinanciering willen vervangen door meer marktfinanciering, te maken met averechtse selectie. Een alternatieve verklaring voor een beroep op de markt is immers dat de bank geen lening wil verstrekken. Tot slot betekent meer marktfinanciering ook meer eigen vermogen. Het opbouwen daarvan kost tijd.

5 Het huidige instrumentarium steunt meer schuldfinanciering

De Nederlandse overheid heeft een instrumentarium ter beschikking om financieringsknelpunten bij MKB-bedrijven te verminderen. De overheidsinstrumenten vallen uiteen in vier categorieën: garanties, fondsen, microfinanciering en verbeteringen in financiële verslaggeving. Van de meeste overheidsinstrumenten is niet duidelijk in hoeverre ze financieringsproblemen bij het MKB verminderen.

De drie bekendste overheids garanties op (een deel van) MKB-kredieten zijn de GO (Garantie Ondernemingsfinanciering), de BMKB (Borgstelling MKB-kredieten) en de Groeifaciliteit. Uit verschillende evaluaties blijkt dat sprake is van onderbenutting van deze garantieregelingen (Beers et al., 2015a). Daarnaast financiert de overheid een aantal investeringsfondsen: Dutch Venture Initiative, Achtergestelde Leningsfondsen, Oranje-handelsmissiefonds (i.s.m. ING en MKB Nederland), Bedrijfsleningsfondsen (met private matching door banken) en Business Angel Fund (met de EIB). Omdat deze fondsen pas recent zijn opgericht, zijn ze nog niet geëvalueerd.

De overheid voorziet in microfinanciering via Qredits. De overheid financiert met private partijen dit fonds waaruit kredieten aan ondernemers kunnen

worden verleend. Microfinanciering is een combinatie van op de (startende) ondernemer gerichte begeleiding en verstrekking van kleine kredieten (tot max 50.000 euro). Ondernemers komen alleen in aanmerking als zij niet over voldoende financiële middelen beschikken of te weinig zekerheden kunnen bieden aan de bank. Qredits heeft sinds 2009 voor €82 mln. kredieten verstrekt aan het kleinbedrijf. De overheidsbijdrage is recent met €100 mln. verhoogd, en de EIB gaat nogmaals met €120 mln. verhogen. Qredits wordt momenteel geëvalueerd.

Ook voert de overheid voor diverse financiële rapportages Standard Business Reporting (SBR) als verplichte aanlevermethode in. De gedachte is dat kredietinformatie over het MKB verbeterd door invoering van meer standaardisatie in de samenstelling en digitale aanlevering van financiële rapportages. Dit moet leiden tot betere gegevensuitwisseling tussen MKB-bedrijven en financiers, hetgeen resulteert in een betere risico-inschatting voor beoordeling kredietaanvragen. Voor zover bekend zijn er geen evaluaties van het effect van SBR op financieringsknelpunten bij het Nederlandse bedrijfsleven.

Daarnaast is vorig jaar de Nederlandse Investeringsinstelling (NII), een private instelling in handen van 13 pensioenfondsen, pensioenuitvoeringsorganisaties en verzekeraars, onder overheidsregie opgericht. Eind september stelde de NII haar eerste fonds, met in totaal kredietfaciliteiten van €1 miljard open voor Nederlandse ondernemers. Vooral de wat grotere bedrijven in het MKB zullen in aanmerking komen voor deze faciliteiten.

De gemene deler van de overheidsinstrumenten is dat ze vooral aangrijpen op problemen voor bedrijven bij het verkrijgen van externe financiering, en dan voornamelijk bancair krediet. Zowel de garanties als de microfinanciering zijn instrumenten waarbij de overheid een garantie geeft op (een deel van) het bancaire krediet in de situatie dat een ondernemer over onvoldoende zekerheden beschikt. Ook SBR is deels ingestoken vanuit de gedachte dat standaardisatie de kosten voor banken kan verlagen. Een aantal fondsstructuren voorziet met name in het beschikbaar stellen van vreemd vermogen. Samengevat kunnen we stellen dat het overheidsinstrumentarium voornamelijk voorziet in het wegnemen van knelpunten in de kredietverlening, en niet voorziet in de stimulering van de opbouw van een hoger eigen vermogen. Dat laatste zal nodig zijn in een transitie naar een systeem met meer marktfinanciering.

6 Wat mist er voor een transitie?

Om een situatie te creëren waarin marktfinanciering een grotere rol speelt, zijn drie stappen nodig:

1. schuldfinanciering minder aantrekkelijk maken;
2. marktfinanciering aantrekkelijker maken;
3. de kosten van de transitie verkleinen.

6.1 Schuldfinanciering minder aantrekkelijk maken

Om te verschuiven richting een situatie met meer marktfinanciering hebben bedrijven een hoger eigen vermogen nodig. Er is immers minder monitoring door banken en bedrijven zullen prikkels voor prudent gedrag uit andere bronnen moeten halen, zoals een hoger eigen vermogen. In de Verenigde Staten, waar bedrijven (ook kleinere) vaker de markt gebruiken om zich te financieren, ligt de verhouding tussen eigen vermogen en balanstotaal bij niet-beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven gemiddeld twee keer hoger dan bij vergelijkbare Europese bedrijven (Kalemli-Ozcan et al., 2011). Een verklaring hiervoor is dat deze bedrijven meer eigen vermogen aanhouden om marktfinanciering aan te kunnen trekken. Meer eigen vermogen opbouwen kost tijd. Hoeveel precies is lastig te zeggen, maar historische data geven enige duiding. Tussen 2000 en 2009 steeg de gemiddelde solvabiliteit van het Nederlandse MKB met ongeveer vijf procentpunt, ruwweg 0,5 procentpunt per jaar (Beers et al., 2015b). Met deze snelheid kost het ongeveer tien jaar voordat het niveau van eigen vermogen van kleinere bedrijven in Nederland vergelijkbaar is met dat van Amerikaanse bedrijven.

De overheid kan dit proces versnellen door schuldfinanciering minder aantrekkelijk te maken, zodat MKB-bedrijven zich vanzelfbewegen richting de opbouw van meer eigen vermogen. Schuldfinanciering voor bedrijven in Nederland kan te goedkoop zijn vanwege impliciete subsidies voor Too-Big-To-Fail-banken (TBTF)³ of de fiscale bevoordeling van schuld. Het gemiddelde financieringsvoordeel voor banken vanwege hun TBTF-status varieert van 67 basispunten voor grote banken, tot 110 basispunten voor de grootste banken (Bijlsma et al., 2014). Bedrijven mogen de betaalde rente op schuld aftrekken van hun winst voor belasting. Het verminderen van deze verstoringen kan de schuldratio's van bedrijven verlagen en, omdat banken geen eigenvermogensfinanciering doen, een verschuiving naar alternatieve financieringsvormen betekenen.

Hogere kapitaaleisen en *bail-in*-bare schuld verlagen impliciete subsidies. In de mondiale Basel-III-maatregelen zijn de kapitaaleisen voor banken verscherpt. Ook zijn op Europees en mondiaal niveau maatregelen getroffen om het risicodragend vermogen verder te verhogen. De Financial Stability Board stelt eind 2015 de mondiale *bail-in*-eis vast voor mondiale systeembanken, zoals ING. De vier grootste Nederlandse banken dienen daarnaast uiterlijk in 2018 een hefboomratio van ten minste 4% te hebben bereikt. Of deze maatregelen het einde van TBTF betekenen, blijft een open vraag. Er is een reëel risico dat overheden de *bail-in*-regels niet toepassen als een *bail-in* systeemrisico's met zich meebrengt (CPB, 2015).

Verschillende beleidsmaatregelen kunnen het verschil in fiscale behandeling van eigen vermogen en schuld verminderen. Een alomvattende heffing op inkomen

van bedrijven (Comprehensive Business Income Tax, CBIT) zoals *thin capitalization*-regels, beperkt de renteaftrek voor bedrijven met excessieve schuldniveaus (Fatica et al., 2012). Een andere mogelijkheid is het opleggen van een limiet aan de rentevoet waartegen de aftrek geldt. Een derde optie is een aftrek van eigen vermogen (*Allowance for Corporate Equity*, ACE) van bedrijven die gekoppeld is aan risicovrije nominale rente, zoals ingevoerd in België. Uit empirisch onderzoek volgt dat door gelijke behandeling van schuld en eigen vermogen de schuldquote van bedrijven met vier procentpunt daalt (De Mooij & Devereux, 2009).

6.2 Marktfinanciering aantrekkelijker maken

Beleidsmakers kunnen marktfinanciering op verschillende manieren aantrekkelijker maken. Zo kan marktfinanciering voor bedrijven zelf toegankelijker worden gemaakt door de kosten van een faillissement te verkleinen, transactiekosten op de kapitaalmarkten te verlagen en de liquiditeit op Europese financiële markten te vergroten. Hier kunnen de EU-landen nog grote stappen maken als ze bereid zijn de handen ineen te slaan. Momenteel bemoeilijken verschillen in investeursbescherming in Europa het inschatten van beleggingsrisico's. Dit verhoogt transactiekosten en verlaagt liquiditeit (Veron 2014). De Europese Commissie werkt aan een Securities Law Richtlijn⁴ om verschillen in investeursbescherming, het gebrek aan transparantie van tarieven, en problemen met betrekking tot grensoverschrijdende effectenhandel aan te pakken.

De nationale overheid kan *informatieasymmetrieën bij de beoordeling van de kredietwaardigheid* verkleinen. Door een uniforme, digitale, financiële Europese verslaggevingsstandaard in te voeren nemen monitoringskosten voor investeurs af. Nu verschillen de financiële rapportagestandaarden in Europa tussen landen en bedrijfsvormen: beursgenoteerde en financiële instellingen zijn verplicht te rapporteren onder internationale financiële rapportagestandaarden, terwijl alle overige bedrijven lokale financiële-rapportagestandaarden mogen gebruiken. Daarnaast passen bedrijven, accountants, en toezichthouders de IFRS-regels niet uniform toe (ESMA, 2014). Dat kan worden aangepakt door het toezicht op financiële verslaggeving en accountants naar Europees niveau te tillen. Verdergaande standaardisatie van voorwaarden, leningdocumentatie en beprijzing van MKB-leningen kan informatieasymmetrie ook verminderen. In de VS heeft dit geleid tot gebruiksvriendelijke standaardproducten die eenvoudig en aantrekkelijk zijn voor investeurs en emittenten. Ook het opzetten van een kredietregister in Nederland, waarin alle bedrijfskredieten geregistreerd staan, vermindert transactiekosten. Relevante informatie voor investeurs ligt nu vaak besloten in verschillende bronnen. Een kredietregister bundelt die informatie ten behoeve van financiers en registreert idealiter ook

afgewezen kredietaanvragen. Acht Europese landen beschikken over kredietregisters (Bijlsma et al., 2015). Een kredietregister is op de langere termijn een 'no-regret'-optie.

Marktfinanciering wordt ook aantrekkelijker als het *opwaartse potentieel voor investeerders* groeit. Europa heeft in vergelijking met de VS een lager aandeel snel groeiende bedrijven. Dit maakt equity-investeringen in Europa minder aantrekkelijk (NESTA, 2010). Als investeerders een portfolio van kleine bedrijven aanhouden, is deze portfolio veel winstgevender als er met een kleine kans een bedrijf bijzit dat een enorme groei doormaakt en dus heel veel winst oplevert.

Bedrijven kunnen sneller groeien als de afzetmarkt groter is. Voor innovatieve producten is de afzetmarkt in Nederland vaak domweg te klein. Een goed functionerende Europese interne markt en handelsverdragen met Noord-Amerika zijn daarom belangrijk. Daarnaast maakt inflexibele arbeidsbescherming zowel groei als krimp van bedrijven kostbaarder, en belemmert daardoor bedrijven met onzekere groei kansen. Als gevolg hiervan zijn sectoren waarin innovaties met hoge investeringsrisico's plaatsvinden, kleiner in landen met strenge arbeidsbescherming (Bartelsman et al., 2010). Bij verdere flexibilisering van arbeidsmarktcontracten moeten de nadelen wel goed in het oog gehouden worden.

Het opwaarts potentieel voor financiers neemt ook toe als het gemakkelijker is om bedrijven naar de beurs te brengen. In Europa is de publieke markt voor kleine en jonge bedrijven zwak ontwikkeld, wat beursgangen minder aantrekkelijk maakt.⁵ De belangrijkste verkoopstrategie is in Europa daarom doorverkoop aan een ander bedrijf of investeerder. Dit levert gemiddeld minder op dan een beursgang (Gompers, 1995). Om een publieke markt voor jonge bedrijven te stimuleren zouden Europese landen gecoördineerd een Europese NASDAQ moeten opzetten. Aan de vraagkant speelt dat Amerikaanse pensioenfondsen meer in private equity beleggen dan Europese. Wet- en regelgeving aanpassen om Europese pensioenfondsen toe te staan een groter deel van hun vermogen te beleggen in private equity, helpt de private-equitymarkt verder te ontwikkelen.

Een uniforme en efficiënte afwikkeling van een faillissement vergemakkelijkt de toegang tot financiering voor bedrijven. Als een *venture capitalist* een niet-succesvolle onderneming snel en efficiënt kan opheffen, loopt hij minder risico bij faillissement. Door verschillen in de nationale faillissementswetgeving en mogelijkheden voor herstructurering van schulden, varieert de gemiddelde afwikkelingsduur van een faillissement tussen Europese landen van één tot twee jaar (Beers et al., 2015a). Vooral voor multinationals verhoogt de heterogeniteit aan faillissementswetgeving de transactiekosten enorm. Naast het langetermijndoel van Euro-

pese faillissementswetgeving valt er op kortere termijn wel winst te boeken door richting te geven hoe om te gaan met parallel lopende procedures en informatie-uitwisseling tussen rechtbanken uit verschillende landen.

6.3 Transitie faciliteren

Een grotere markt voor participaties door equityfondsen draagt bij aan een snellere opbouw van eigen vermogen bij bedrijven. Er is potentieel marktfalen in de vorm van schaaleffecten: kleine equityfondsen kunnen minder goed diversifiëren, terwijl een grotere markt ook de verkoop van participaties gemakkelijker maakt. Volume en schaal kunnen worden vergroot door tijdelijke overheidsparticipatie in equityfondsen. Daarbij is van belang vooraf een geloofwaardige exitstrategie te formuleren, bijvoorbeeld om overheidsparticipatie binnen tien jaar af te bouwen. Ook kan een gebrek aan vertrouwen bij financiers het kapitaal aanbod in equityfondsen beperken. De overheid kan de markt voor equityfinanciering stimuleren door randvoorwaarden te creëren die reputatievorming van equityfondsen bevorderen, denk aan een keurmerk of transparant toezicht.

Alternatieve financieringsplatformen, zoals crowdfunding en kredietunies (Tweede Kamer, 2015), groeien snel, maar zijn vooralsnog nichemarkten. Hier spelen potentiële belemmeringen in wet- en regelgeving. Bij crowdfunding houdt, afhankelijk van de structuur van het platform, de AFM of DNB toezicht. Kredietunies met meer dan tien miljoen euro aan opvorderbare gelden hebben een bankvergunning nodig. De administratieve lasten van toezicht zou starters in de weg kunnen staan. Gezamenlijk met de Europese Commissie wordt verkend of, en onder welke voorwaarden, Nederlandse kredietunies kunnen worden uitgezonderd van CRD-IV regelgeving (zie Kabinetsreactie kredietunies)⁶. Een andere belemmering is onvoldoende transparantie over de risico's van investeren via crowdfunding/kredietunies. Om het vertrouwen te vergroten, kunnen crowdfundingplatforms gezamenlijk een *gedragscode* introduceren en rapporteren over de toepassing hiervan. Ook kwaliteitslabels, afgegeven en doorlopend gecontroleerd door de overheid of toezichthouder, kunnen het vertrouwen bij investeerders vergroten. Daarnaast kunnen toezichthouders een minimaal transparantieniveau eisen door crowdfundingplatforms te dwingen alle faillissementen binnen het platform te publiceren.

7 Conclusie

Een financiële crisis raakt de economische groei en de financiële stabiliteit harder in landen waar bedrijven voor financiering vooral van banken afhankelijk zijn, zoals de kredietcrisis in 2008 illustreerde. In landen met een meer marktgeoriënteerd financieel systeem kunnen bedrijven gemakkelijker overschakelen van

bank- naar marktfinanciering op het moment dat banken in de problemen komen, waardoor dergelijke landen ook sneller herstellen na een financiële crisis.

Bankfinanciering is de belangrijkste financieringsbron voor het Nederlandse MKB. Een verschuiving naar meer marktgeoriënteerde financiering van het Nederlandse bedrijfsleven kan de gevolgen van een volgende financiële crisis beperken. Ook voor economische groei kan een meer marktgeoriënteerd systeem helpen: in een marktgeoriënteerd stelsel kunnen risicovolle start-ups zich gemakkelijker financieren.

De analyse in dit artikel laat zien dat het aandeel marktfinanciering voor MKB-bedrijven, zoals durfkapitaal, private equity en crowdfunding via een aantal overheidsmaatregelen kan toenemen. Wel blijft het in beide systemen voor kleine bedrijven lastig om aan externe financiering te komen. In bankgeoriënteerde systemen spelen de relatief hoge kosten voor banken een rol bij het verstrekken van leningen aan kleine bedrijven. In marktgeoriënteerde systemen geldt dit voor de hoge kosten van toegang tot de markt.

Bij kredietverlening selecteren banken te risicovolle investeringen uit en zij monitoren of bedrijven risico's binnen de perken houden. Voor bedrijven zijn dit stevige prikkels voor prudent gedrag. Die bestaan bij meer marktfinanciering ook. Dan gaat het om een hoger eigen vermogen van bedrijven en moeten markten voldoende liquide zijn. Beide voorwaarden maken de economie robuuster in geval van financiële of bankencrises.

De opties voor beleid van de Nederlandse overheid bestaan uit het faciliteren van de opbouw van eigen vermogen bij bedrijven en het meer liquide maken van financiële markten. Daarvoor kan de fiscale stimulans voor schuldfinanciering worden verminderd. Om de transitie naar meer marktfinanciering te faciliteren kan de overheid de opbouw van eigen vermogen bij bedrijven versnellen via tijdelijke overheidsparticipatie in equityfondsen, waardoor deze vergroot worden.

Europese beleidsmakers kunnen marktfinanciering voor bedrijven toegankelijker maken door krachtig in te zetten op harmonisering van faillissementswetgeving binnen Europa. De transactiekosten op de kapitaalmarkten kunnen worden verlaagd door investeerdersbescherming binnen Europa te harmoniseren en door de invoering van een centraal kredietregister, dat de transparantie vergroot.

Deze beleidsopties zullen alleen het gewenste effect sorteren als er voldoende vraag is bij investeerders en particulieren naar investeringsproducten in eigen vermogen van bedrijven. ■

Dr. M. (Michiel) Bijlsma is sectorhoofd Marktordening bij het Centraal Planbureau.

Dr. Ir. S. (Sander) van Veldhuizen is Programmaleider Financiële Markten bij het Centraal Planbureau.

Dr. B. (Benedikt) Vogt is wetenschappelijk medewerker bij het Centraal Planbureau.

Noten

¹ Een hold-up probleem ontstaat na het moment van investeren. Dan kan de situatie ontstaan dat één van de partijen probeert een voor hem gunstiger verdeling van kosten en baten af te dwingen dan van tevoren was afgesproken. Die mogelijkheid ontstaat doordat de andere partij inmiddels heeft geïnvesteerd in het samenwerkingsverband en sommige afspraken lastig zijn te contracteren.

² Het hold-up probleem kan ook voor werknemers bestaan die bedrijfsspecifiek kennis hebben opgebouwd.

³ Een too-big-to-fail bank is een bank die essentieel is voor het financiële systeem en daarmee voor het functioneren van de economie en maatschappij. Een faillissement van een systeembank heeft zulke grote consequenties voor de economie dat overheden deze banken zullen redden indien een faillissement dreigt. Het gaat hier voornamelijk om de activiteiten op het gebied van betalen, sparen en kredietverlening.

⁴ Roadmap. Geraadpleegd op http://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/planned_ja/docs/2009 Markt_050_securities_law_en.pdf.

⁵ In de jaren negentig probeerden verschillende Europese landen Amerika's NASDAQ te dupliceren. Voorbeelden zijn de Duitse Neuer Markt, de Franse Nouveau Marche, de Britse Techmark en Belgische EASDAQ. Na het uiteenspatten van de internetzeepbel zijn de meeste opgegaan in de aandelenmarkten.

⁶ Geraadpleegd op <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2013/11/11/kabinetsreactie-kredietunies>.

Literatuur

■ Allen, F., Gu, X., & Kowalewski, O. (2012). Financial crisis, structure and reform. *Journal of Banking & Finance*, 36(11): 2960-2973.

■ Bartelsman, E., Gautier, P.A., & Wind, J. de (2010). *Employment protection, technology choice and worker allocation*. IZA Discussion

Papers 4895. Geraadpleegd op <http://ftp.iza.org/dp4895.pdf>.

■ Beck, T., Degryse, H., Haas, R. de, & Van Horen, N. (2014). *When arm's length is too far. Relationship banking over the business cycle*. DNB Working Paper 431. Geraadpleegd op

http://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20431_tcm46-309756.pdf.

■ Beck, T., & Levine, R. (2002). Industry growth and capital allocation: does having a market- or bank-based system matter?, *Journal of Financial Economics*, 64(2): 147-180.

- Beers, N. van, Bijlsma, M., Veldhuizen, S. van, & Vogt, B. (2015a). *De Nederlandse financieringsstructuur in perspectief*. CPB Achtergronddocument. Geraadpleegd op <http://www.cpb.nl/publicatie/de-nederlandse-financieringsstructuur-in-perspectief>.
- Beers, N. van, Mocking, R., & Veldhuizen, S. van (2015b). Afgenomen kredietverlening en de groei van het Nederlandse mkb. *Economische Statistische Berichten*, 100(4703): 74-77.
- Bijlsma, M., Lukkezen, J., & Marinova, K. (2014). *Measuring too-big-to-fail advantages from small banks' CDS spreads*. CPB Discussion Paper 268. Geraadpleegd op <http://www.cpb.nl/publicatie/meten-van-het-too-big-fail-financieringsvoordeel-met-de-cds-spreads-van-kleine-banken>.
- Bijlsma, M., Veldhuizen, S. van, & Vogt, B. (2015). Een wereld zonder banken? *Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief*. CPB Policy Brief 2015-14. Geraadpleegd op <http://www.cpb.nl/publicatie/een-wereld-zonder-banken-marktfinanciering-en-bankfinanciering-in-perspectief>.
- Bijlsma, M., & Zwart, G. (2013). *The changing landscape of financial markets in Europe, the United States and Japan*. Bruegel Working Paper. Geraadpleegd op <http://bruegel.org/2013/03/the-changing-landscape-of-financial-markets-in-europe-the-united-states-and-japan/>.
- Boot, A.W.A., & Thakor, A. (2009). The accelerating integration of banks and markets. In A. Berger, P. Molyneux, & J.S. Wilson (redactie), *The Oxford Handbook of Banking*. Oxford: Oxford University Press.
- CPB (2015). *Risicorapportage financiële markten 2015*. CPB Notitie. Geraadpleegd op <http://www.cpb.nl/publicatie/cpb-risicorapportage-financiele-markten-2015>.
- De Mooij, R.A., & Devereux, M.P. (2009). *Alternative systems of business tax in Europe: An applied analysis of ACE and CBIT Reforms*. European Commission Working Paper 17. Geraadpleegd op http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/common/publications/studies/acecbt_study.pdf.
- Diamond, D.W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3): 393-414.
- DNB (2015). *Kredietverlening aan het MKB minder sterk gedaald*. DNB Statistisch Nieuwsbericht, 11 november 2015. Geraadpleegd op <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuws-overzicht-en-archief/statistisch-nieuws-2015/dnb333575.jsp>.
- Duffhues, P.J.W., & Roosenboom, P. (2011). Ondernemingsfinanciering nu en in de toekomst. In Advies van de Expertgroep bedrijfsfinanciering. *Naar een gezonde basis: bedrijfsfinanciering na de crisis* (pp. 1-22). Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie. Geraadpleegd op <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2011/06/20/naar-een-gezonde-basis-bedrijfsfinanciering-na-de-crisis>.
- Duffhues, P. (2014). De complementaire functie van kredietunies in het Nederlandse financiële bestel. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 88(10): 396-400.
- European Securities and Markets Authority (2014). *Review on the application of accounting requirements for business combinations in IFRS financial statements*. ESMA, Report 2014/643. Geraadpleegd op https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-643_esma_report_on_the_ifrs_3.pdf.
- European Commission (2015). *Building the Capital Markets Union*. Green Paper. Geraadpleegd op <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN>.
- Expertgroep Bedrijfsfinanciering (2011). *Naar een gezonde basis: bedrijfsfinanciering na de crisis*. (Commissie De Swaan). Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie. Geraadpleegd op <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2011/06/20/naar-een-gezonde-basis-bedrijfsfinanciering-na-de-crisis>.
- Fatica, S., Hemmelgarn, T., & Nicodème, G. (2012). *The debt-equity tax bias: consequences and solutions*. European Commission Working Paper 33. Geraadpleegd op http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_33_en.pdf.
- Gambacorta, L., Yang, J., & Tsatsaronis, K. (2014). Financial structure and growth, *BIS Quarterly Review*. March. Geraadpleegd op http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.pdf.
- Gompers, G. (1995). Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *Journal of Finance*, 50(5): 1461-1489.
- Hart, O., & Moore, J. (1994). A theory of debt based on the inalienability of human capital. *Quarterly Journal of Economics*, 109(4): 841-879.
- Holmstrom, B., & Tirole, J. (1997). Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 663-691.
- Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., & Yesiltas, S. (2011). *Leverage across firms, banks and countries*. NBER Chapters, Global Financial Crisis National Bureau of Economic Research, Inc. Geraadpleegd op <http://www.nber.org/papers/w17354.pdf>.
- KVS (2015). Financiering van het mkb (diverse artikelen blz. 87-141). Jaarboek Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde. Geraadpleegd op <http://docplayer.nl/5983231-lsbn-978-90-70024-91-8-nur-781.html>.
- Laffont, J.J., & Martimort, D. (2009). *The theory of incentives: the principal-agent model*. Princeton University Press.
- Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2): 187-221.
- NESTA (2010). *Growth dynamics. Exploring business growth and contraction in Europa and the US. Report 2010*. Geraadpleegd op https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/growth_dynamics.pdf.
- Rajan, R., & Zingales, L. (2002). *Banks and Markets: The changing character of European finance. The transformation of the European financial system*. ECB conference paper. Geraadpleegd op https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/zingales_comp.pdf.
- SER (2014). Verbreding en versterking financiering mkb. Rapport, Commissie SEA, Den Haag: Sociaal Economische Raad. Geraadpleegd op <https://www.ser.nl/nl/publicaties/overige/2010-2019/2014/financiering-mkb.aspx>.
- Tirole, J. (2010). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.
- Tweede Kamer (2015). Wetsvoorstel 33949: Wet van 3 juli 2015 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enkele andere wetten met het oog op een regelgevend kader voor kredietunies (Wet toezicht kredietunies), 21 juli. Geraadpleegd op <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/dossier/33949/stb-2015-304?resultIndex=0&sorttype=1&sortorder=4>.
- Veron, N. (2014). *Defining Europe's capital markets union*. Bruegel Policy Contribution 2014/12. Geraadpleegd op http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2014_12_cmu.pdf.
- Wright, W. (2014). Driving growth: Making the case for bigger and better capital markets in Europe. New Financial. Geraadpleegd op <http://newfinancial.eu/wp-content/uploads/2014/09/Driving-growth-New-Financial-high-res.pdf>.