

Het MKB in Beeld

Mei 2014



INHOUDSOPGAVE

	Over MKB in Beeld	5
I	Ten geleide	6
II	De ambassadeurs van MKB in Beeld	8
III	Samenvatting	10
	Hoofdstuk 1 Samenvatting, aanbevelingen en bevindingen	11
	Hoofdstuk 2 Leeswijzer MKB in Beeld rapport	15
IV	Het MKB – Cijfers en Trends	16
	Hoofdstuk 1 Het Nederlandse MKB: De stand van zaken	17
	Hoofdstuk 2 Het externe financieringsaanbod voor het Nederlandse MKB	33
	Hoofdstuk 3 Beleidsmatige ondersteuning van het MKB	63
V	Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen	70
	Hoofdstuk 1 Samenvatting en conclusies	71
	Hoofdstuk 2 Het beleggingsproces van institutionele beleggers	73
	Hoofdstuk 3 Benodigde informatie in het beleggingsproces	75
	Hoofdstuk 4 Beleggen in MKB financieringen: wat weten we er van?	77
	Hoofdstuk 5 Mogelijke oplossingsrichtingen	81
VI	Het MKB en Duurzaamheid	88
	Hoofdstuk 1 Inleiding	89
	Hoofdstuk 2 Duurzaamheid en impact in het MKB	90
	Hoofdstuk 3 Beleggen voor duurzaamheid en impact in het MKB	97
	Hoofdstuk 4 Conclusies duurzaamheid en impact	101
	Bijlage 1 Toegevoegde waarde MVO op resultaat van ondernemingen	102
	Bijlage 2 Social Impact Bonds in Nederland	103
VII	Beleggen in Leningen	104
	Hoofdstuk 1 Ontwikkelingen van de kredietmarkt	105
	Hoofdstuk 2 Beschrijving financierings- en beleggingsmogelijkheden	110
VIII	Beleggingskansen in private equity en beursgenoteerde aandelen	132
	Hoofdstuk 1 Managementsamenvatting	133
	Hoofdstuk 2 Beleggen in private equity en venture capital	134
	Hoofdstuk 3 Beleggen in beursgenoteerde MKB bedrijven	145
IX	Wetenswaardigheden	156
	Colofon	160

OVER MKB IN BEELD

MKB in Beeld is een multidisciplinair project dat als doel heeft institutionele beleggers te voorzien van de juiste en actuele informatie over het Nederlandse MKB. Hiermee kan de aantrekkelijkheid van een investering in het MKB beter onderbouwd worden. Het gaat dan onder meer om investeerbaarheid, risico, rendement en duurzaamheid.

Het initiatief MKB in Beeld is een gezamenlijk project van onder andere de overheid, belangenorganisaties, vermogensbeheerders, banken, verzekeraars en pensioenfondsen.

Vele betrokken partijen hebben bijgedragen aan de totstandkoming van dit rapport. De onderzoeks- en schrijfwerkzaamheden zijn georganiseerd door gebruik te maken van een stuurgroep en werkgroepen. De werkgroepen zijn geformeerd op basis van vijf onderwerpen; MKB Cijfers en Trends, Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen, MKB en

Duurzaamheid, Beleggen in Leningen, Beleggingskansen in private equity en beursgenoteerde aandelen. De stuurgroep heeft redactioneel advies op de deelrapporten gegeven.

Teksten zijn tot stand gekomen door middel van interviews, bijeenkomsten of tekstuele bijdragen van vele bij de markt betrokken partijen die input hebben gegeven aan het project. De leden van de stuurgroep en werkgroepen hebben op verschillende manieren deelgenomen aan onderdelen van het project. De werkzaamheden hebben veelal plaatsgehad op persoonlijke titel. De in MKB in Beeld beschreven oplossingen, ideeën, knelpunten etc. vertegenwoordigen dan ook niet per sé de mening van een ieder van de werk- en stuurgroep-deelnemers, noch hun werkgevers. De eindredactie van het rapport ligt bij MKB Multifunds B.V.

Alle rechten (waaronder de bij de totstandkoming van dit werk betrokken auteursrechten) voorbehouden. Het overnemen van een gedeelte van dit rapport kan onder correcte bronvermelding vrijelijk geschieden. De gekozen werkwijze heeft als doel gehad een compleet en afgewogen beeld te schetsen van het MKB en de investeerbaarheid door gebruik te maken van bestaande informatiebronnen. Hoewel dit rapport met zorg is samengesteld, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden. Via info@mkbinbeeld.nl kunnen verzoeken tot aanvulling of correctie ingediend worden. Eventuele aanpassingen zullen gedaan worden via www.mkbinbeeld.nl.

1 Ten geleide



Het midden-en kleinbedrijf (MKB) is de motor van de Nederlandse economie. Het MKB produceert twee derde van het Nederlands bruto nationaal product en 85% van alle werkgelegenheid die de afgelopen 10 jaar is gecreëerd komt voort uit het MKB. Kleine- en middelgrote Nederlandse ondernemingen zitten vol ambitie, zijn innovatief en spelen een doorslaggevende rol in de opleving van onze economie.

Begin 2014 is een initiatief gestart onder de naam 'MKB in Beeld'. Het doel van dit multidisciplinair kennisproject is institutionele beleggers te voorzien van accurate informatie over het MKB. Het is de intentie van betrokkenen geweest dat MKB in Beeld de basis vormt voor een gedegen onderbouwing van de investeerbaarheid in het MKB voor institutionele beleggers. Met gerichte informatie kan de attractiviteit van investeringen in het MKB beter inzichtelijk worden gemaakt en kunnen beleggingsbeslissingen goed onderbouwd worden. Investeerbaarheid, risico, rendement, duurzaamheid en maatschappelijke impact zijn de kernbegrippen van dit onderzoek.

De onderzoeksresultaten worden via het internet openbaar gemaakt en ter beschikking gesteld aan de Nederlandse Investeringsinstelling (NII) en het Ministerie van Economische Zaken. De MKB in Beeld bevindingen kunnen als informatie dienen voor de door het kabinet ingestelde ambtelijke werkgroep die o.a. (aanvullende) oplossingsrichtingen zal verkennen en uitwerken om knelpunten in de financiering van het MKB te adresseren.

Huidige stand van zaken MKB financiering

Het Nederlandse MKB ervaart momenteel financieringsproblemen. Dat is het gevolg van zowel fricties aan de aanbod- én de vraagzijde. Alhoewel het niet eenvoudig is om het financieringstekort te kwantificeren, ligt de oplossing voor een groot deel in het vergroten van de investeerbaarheid in het MKB.

Betrokken partijen dragen hier als ambassadeurs van het MKB graag aan bij, want de financiering van het MKB is een gezamenlijk belang. Het MKB-financieringslandschap is volop in beweging: de nieuwe werkelijkheid biedt kansen om enerzijds de afhankelijkheid van bancaire financiering te verkleinen en anderzijds om mogelijke financieringsfricties te voorkomen. Tevens biedt het aanknopingspunten om onze financiële infrastructuur op punten te herijken en waar nodig te verstevigen met nieuwe initiatieven. Naast vertrouwde en geijkte financieringsvormen dienen zich in toemende mate marktinitiatieven aan om specifiek het MKB van alternatieve financiering voorzien. Het zogeheten gestapeld financieren (het combineren van geldmiddelen door middel van een lening van de bank met alternatieve financieringsbronnen als crowdfunding, informal investors, factoring, leasing en kredietunies), wint aan belangstelling.

Door het doelmatigen effectief inzetten van het bestaande en nieuwe financieringsinstrumentarium kunnen banken en (institutionele) beleggers een belangrijke bijdrage leveren aan het aanbieden van financiering aan het MKB. Aan de vraagzijde biedt het beëindigend meer financieringskeuzes voor de MKB-ondernemer. De diversificatie van financieringsbronnen maakt zowel ondernemers als financiers minder kwetsbaar.

Gedurende deze transitie en herijking is de verwachting dat de rollen van de financiële intermediairs en die van de primaire vermogensbezitters

stapsgewijs gaan veranderen. Deze marktpartijen zullen van groot belang zijn om het financieringsvermogen van de Nederlandse economie - in het bijzonder het MKB - op een adequate en gerichte manier te versterken.

MKB FINANCIERING IN DE TOEKOMST

Graag blikken wij met u vooruit op MKB in Beeld anno 2025. De financiële economische crisis die begon in 2007 hebben wij dan ruimschoots achter ons gelaten. Na een lange periode van traag economisch herstel zit de economie op een nieuw kantelpunt. Het denken over kansen en risico's heeft zich sinds 2007 in de breedte van de samenleving herijkt en heeft tot veranderingen aan zowel vraag- als aanbodkant bij financiering geleid.

Vanuit het project MKB in Beeld hebben het bedrijfsleven, overheid en aanbieders met elkaar een grotere beleggingsallocatie in Nederlandse bedrijfsfinancieringen door (internationaal) institutionele beleggers weten te realiseren.

Aanbodkant in de toekomst

Het financieringslandschap is geleidelijk veranderd: er zijn nieuwe bronnen voor financiering opgekomen. Er is ook meer balans in de aangeboden financieringsmix: het aanbod van risicokapitaal is met miljarden euro toegenomen en er is een variëteit van samenwerking tussen aanbieders om tot een passende financieringsmix te komen. Banken zijn vanuit hun traditionele rol als kredietverstrekker een belangrijke partner.

Initiatieven voor crowdfunding en kredietunies hebben zich na een periode van het zich bewijzen, volop ontwikkeld en zich van elkaar weten te onderscheiden. Deze nieuwe spelers zijn een noodzakelijke, waardevolle aanvulling voor de financieringsmix gebleken en de contouren van volwassen systemen staan.

Vraagkant in de toekomst

De dynamiek in het bedrijfsleven is bovenal groter dan ooit als gevolg van technologische en maatschappelijke ontwikkelingen; zo ook de uitdagingen en kansen voor ondernemers. Door herstel van de economie is de gemiddelde vermogensstructuur van Nederlandse ondernemingen weer op peil. Belangrijk is de ontwikkeling dat ondernemers zich veel bewuster zijn geworden van de aard van hun financieringsbehoefte. Ondernemers weten, geholpen door financiers, ook beter hun weg te vinden naar voor hen passende financiering, zowel op het terrein van eigen als vreemd vermogen.

TERUG NAAR HET HEDEN

Dit toekomstbeeld van economisch herstel en verbreding van het MKB financieringspalet zien wij graag werkelijkheid worden.

Tot slot

Wij willen onze dank uitspreken aan Rianne Vedder en Jim Lindhout van EY als projectleiders, de voorzitters van de werkgroepen, en de Dutch Fund and Asset Management Association, Eumedion, MN, Panteia, Sociaal Economische Raad en het Verbond van Verzekeraars die als klankbord voor MKB in Beeld hebben gediend. Tevens gaat onze waardering uit naar al diegenen die met hun persoonlijke inbreng hebben meegewerkt aan de totstandkoming van het rapport. Ook danken wij het Ministerie van Economische Zaken voor de financiering van het MKB in Beeld onderzoeksproject.

Namens de stuurgroep MKB in Beeld

*Marcel de Berg
Ben Kramer
Dinand Maas
Robert Meijer
Ad van den Ouweland
Marcel Roberts
Edmond Stassen
Peter Verleun
Rob Wolthuis*

II De ambassadeurs van MKB in Beeld¹

¹ Meer informatie over de wijze waarop de MKB in Beeld ambassadeurs hebben bijgedragen aan het rapport is beschreven in "Over MKB in Beeld".



Fred van der Stappen
Euronext



Marcel Roberts
SPMS



Peter Roosenboom
Erasmus University



Georgina Friederichs
Vereniging Samenwerkende Kredietunies



Guust Jutte



Frederik van Beuningen
Teslin



Frans Langerhorst



Remco Bleijs
EY



Adriaan Hendrikse
NPEX



Dinand Maas
Ministerie van Economische Zaken



Tjarda Molenaar
Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen



Leonoor den Ottolander
EY



Rob Wolthuis
MKB Nederland



Ben Kramer
F&C



Ernst Hagen
F&C



Felix Zwart
Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen



Marcel de Berg
Appolaris



Antoine Heideveld
Het Groene Brein



Sven Smeets



Erwin de Jong
Delta Lloyd



Arnold Esser



Zaina Ahmed-Karim
EY



Johan van der Ende



Robert Meijer
APEC



Anja Meijer
F&C



Niels van Buren



Edmond Stassen



Ad van den Ouweland
MKB in Beeld



Peter Verleun
MKB in Beeld

Verder:
Carolien van Eggermond
Jeroen Defesche

III Samenvatting



HOOFDSTUK 1

Samenvatting, aanbevelingen en bevindingen

1 SAMENVATTING

MKB in Beeld is een multidisciplinair kennisproject dat als doel heeft (institutionele) beleggers te voorzien van juiste en actuele informatie over het Nederlandse MKB. Hiermee wordt de aantrekkelijkheid van investeringen in het MKB beter onderbouwd. Het gaat daarbij om investeerbaarheid, risico, rendement en duurzaamheid. Het initiatief MKB in beeld is een gezamenlijk project van onder andere de overheid, belangenorganisaties, vermogensbeheerders, banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Economische groei en welvaart in Nederland worden mede bepaald door ondernemerschap en ambities van ondernemers. In dit rapport is gekeken naar de financiering van het MKB, de ontwikkeling van de financieringsbehoefte, de mogelijkheden om te voorzien in deze behoeften en de maatschappelijke en economische impact van het MKB.

Definitie MKB

Uitgegaan is van de Europese definitie van het Midden en Klein Bedrijf (MKB): bedrijven met maximaal 250 werknemers en een omzet tot 50 miljoen euro of een balanstotaal tot 43 miljoen euro worden gezien als MKB.

Het MKB – Cijfers en Trends

In het deelrapport "Het MKB – Cijfers en Trends" worden de cijfers van het MKB op een rij gezet en wordt de financiering van het MKB nader bekeken. In Nederland is 99,8% van de bedrijven te betitelen als MKB. Het aandeel van het Nederlandse MKB in de bruto toegevoegde waarde ligt in

Nederland met 64,2% hoger dan het gemiddelde binnen de Europese Unie. De totale omzet van het MKB in Nederland bedroeg in 2012 508 miljard euro, met een bruto toegevoegde waarde van 220 miljard euro. In Nederland is 66,9% van de beroepsbevolking werkzaam bij MKB bedrijven. Het geconsolideerde MKB is de grootste werkgever in ons land.

MKB en financiering. Is er sprake van een financieringstekort?

In vergelijking tot het grootbedrijf kenmerkt het MKB zich door een hogere rentabiliteit en een hogere liquiditeit. De solvabiliteit is in het MKB echter lager dan in het grootbedrijf. MKB ondernemingen financieren minder met eigen vermogen en meer met (kort) vreemd vermogen. MKB ondernemingen zijn ook minder kapitaalintensief (hebben verhoudingsgewijs minder vaste activa) dan grootbedrijven.

MKB bedrijven koesteren in toenemende mate groeiambities. Er zijn meer snelle groeiers en innovatieve MKB bedrijven bijgekomen. Met het aanwakken van groeiambities en ondernemerschap zal ook de financieringsvraag toenemen. Op dit moment ervaart het Nederlandse MKB echter financieringsproblemen. Onderzoeken van de Europese Commissie en DNB laten zien dat het aantal kredietaanvragen afneemt en het aantal kredietafwijzingen hoger is dan in ons omringende landen. Gevolg hiervan kan zijn dat de economische groei die potentieel aanwezig is, mogelijk niet wordt

gerealiseerd. Het afnemende aantal aanvragen en de ontwikkeling van het aantal afwijzingen heeft te maken met fricties aan zowel de vraagzijde (onvoldoende buffervermogen, geen gedegen financieringsaanvraag, onvoldoende ondernemerskwaliteiten, slecht ondernemingsplan, onvoldoende bekend met verschillende financieringsbronnen etc.) als aan de aanbodzijde (verkapt aanbod van kapitaal, niet aansluitend op de financieringsvraag). Het is door gebrek aan eenduidige data niet eenvoudig om het financieringstekort exact te kwantificeren. Grove schattingen zijn, dat het jaarlijks zou gaan om enkele miljarden euro. Verschillende factoren zijn van invloed op de mate waarin de behoefte aan financiering leidt tot tekorten aan de aanbodzijde. Zo zijn de mogelijke scenario's voor economische groei van grote invloed op de dynamiek van het financieringsvraagstuk. Zie Hoofdstuk 2 van het deelrapport "Het MKB – Cijfers en Trends".

Mogelijkheden voor financiering

MKB ondernemingen zoeken hoofdzakelijk financiering via de bank. De zakelijke kredietverlening krimpt echter op dit moment, zeker in de kleinere obligoklassen. MKB ondernemers zullen zich moeten instellen op het minder beschikbaar zijn van bancaire krediet en goed voorbereid op zoek moeten gaan naar alternatieve financieringsbronnen. Er zijn vele verschillende soorten alternatieve financieringsbronnen zoals crowdfunding, kredietunies, informele investeerders, microfinanciering, leasing, factoring

en ketenfinanciering, venture capital en private equity, MKB fondsen, (achtergestelde) leningen die rechtstreeks vanuit andere partijen dan banken worden verstrekt, MKB beurzen en MKB obligaties. Ook bij deze alternatieve financieringsbronnen is sprake van het kritisch doorlichten van de financieringsaanvraag en kan er niet zonder meer van uit worden gegaan dat elke onderneming van financiering wordt voorzien.

De alternatieve vormen van financiering hebben bij elkaar opgeteld vooralsnog niet de omvang om het geschatte financieringstekort op te heffen. Daartoe is een extra stimulant gewenst. Vanuit de Nederlandse overheid wordt getracht om deze extra stimulant te geven. Er is een groot aantal regelingen en subsidies ter ondersteuning van het Nederlandse MKB. Fiscale regelingen en subsidies richten zich in het bijzonder op innoverende bedrijven. De financiering van innovatie wordt gefaciliteerd door het Innovatiefonds MKB+ door middel van het Innovatiekrediet en de SEED Capital-regeling. De Rijksoverheid gebruikt ook een aantal garantieregelingen om financieringsaanbod voor het MKB te stimuleren op het terrein van vreemd vermogen (Borgstelling MKB Kredieten en Garantie Ondernemingsfinanciering) en risicodragend vermogen (Groeifaciliteit). De garantieregelingen waren in 2012 en de eerste helft van 2013 onderbenut. Dit komt door teruggelopen bedrijfsinvesteringen waardoor de financieringsbehoefte ook is verminderd. Tevens speelt de veelal onbekendheid van de regelingen bij MKB ondernemingen een rol.

De maatregelen die de overheid momenteel biedt zijn onvoldoende om, wanneer de economische groei aantrekt, het financieringstekort voor het Nederlandse MKB op te vangen. Om andere partijen ook te interesseren voor investeringen in het MKB, niet ter vervanging van bestaande initiatieven, maar in aanvulling op,

komen onder meer de institutionele beleggers naar voren. Voor institutionele beleggers spelen verschillende criteria een rol bij de beoordeling van de aantrekkelijkheid dan wel wenselijkheid van een bepaalde belegging (financiering/investering). Primair speelt de risico/rendementsafweging een belangrijke rol, naast factoren als diversificatie, matching, complexiteit etc. Maar er wordt ook wel breder gekeken naar maatschappelijke impact, duurzaamheid en de lange termijn effecten van de investering. Verkenning van de mogelijkheden van investeringen is alleen zinvol als aangetoond is dat beleggen in het MKB rendabel is. De voorzichtige trend, dat MKB bedrijven meer werk maken van duurzaamheid, kan een investering in het MKB een positieve bijdrage laten leveren aan de maatschappelijke doelstellingen van de belegger.

De conclusie is dat er voor het MKB een financieringstekort is dat nog niet opgevangen kan worden met het benutten van de alternatieve financieringsmogelijkheden en de beleidsmatige ondersteuning vanuit de overheid. Hiertoe is extra financieringsaanbod voor het MKB gewenst. Bij de zoektocht naar interessante partijen voor deze investeringen komen onder meer de institutionele beleggers in beeld. Voor pensioenfondsen en voor de alternatieve financieringsbronnen vormt de traditionele risico/rendementsafweging de basis, maar wordt er in toenemende mate ook gekeken naar maatschappelijke impact, duurzaamheid en de lange termijn effecten van de investering. Verkenning van de mogelijkheden van investeringen is alleen zinvol als aangetoond is, dat het MKB een positieve maatschappelijke en economische impact heeft en of deze impact op lange termijn ook bijdraagt aan een verkleining van het risico en vergroting van het rendement.

In het deelrapport "Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen" wordt geconcludeerd, dat beleggen in kleinere ondernemingen niet ten koste hoeft te gaan van het rendement en dat er a priori geen reden is om niet te beleggen in MKB ondernemingen.

MKB en maatschappelijke impact

In het deelrapport "Het MKB en Duurzaamheid" wordt beschreven in welke mate duurzaamheid en maatschappelijke rendementen gestalte krijgen in het MKB. Er is een voorzichtige trend zichtbaar dat MKB bedrijven meer werk maken van duurzaamheid. Meer bedrijven hebben een actief duurzaamheidsbeleid en de scope van maatregelen wordt ook breder. Was het een aantal jaren geleden nog hoofdzakelijk een beperkte besparing van energie, nu worden maatregelen rondom de totale definitie van duurzaamheid genomen. Doordat meer MKB-ers een positieve impact nastreven op duurzaamheid kan worden geconcludeerd dat investeerders die selecteren op ESG-criteria goed in het MKB kunnen investeren.

Er is daarnaast ook een groei waarneembaar van MKB-ers die zich specifiek richten op het realiseren van maatschappelijke doelen, zoals duurzaamheid. Hierbij staat niet het product of dienst centraal maar staat de maatschappelijke impact centraal. Deze groep sluit goed aan bij een groeiende groep beleggers die investeren met als doel het realiseren van maatschappelijke impact (impact investing), bijvoorbeeld door middel van Green Bonds of Social Impact Bonds. Voor deze categorie kunnen specifieke beleggingsproducten verder worden ontwikkeld. Vanuit het maatschappelijk en economisch belang dat mede gediend wordt, is het MKB een attractieve belegging.

Mogelijkheden voor institutionele beleggers

Geconcludeerd kan worden dat het MKB op dit moment op basis van risico-/rendementsafwegingen investeerbaar is. Het betreft dan beleggingsmogelijkheden aan de bovenkant van het MKB en mogelijkheden in reeds bestaande beleggingsinfrastructuren als op het MKB gericht private equity, microfinanciering en small cap aandelen. Zo is de Nederlandse private equity sector na de banken één van de grootste financiers van het MKB. In het deelrapport "Beleggingskansen in private equity en beursgenoteerde aandelen" wordt deze sector nader beschreven. Aan de bovenkant van de MKB markt zijn daarnaast verschillende initiatieven gelanceerd vanuit bestaande instituten en in samenwerking met meerdere bij het MKB betrokken partijen. In het deelrapport "Beleggen in leningen" wordt hier nader op in gegaan en worden de verschillende mogelijkheden voor beleggers beschreven.

Voor grootschalige investeringen, die passen bij de gewenste minimale grootte van institutionele beleggingen en substantieel bijdragen aan de in transitie zijnde MKB financieringsbehoefte, zijn echter gezamenlijke acties gewenst.

In het deelrapport "Afwegingen bij beleggingen in MKB financieringen" wordt de investeerbaarheid van het MKB nader onderzocht. Institutionele beleggers hanteren bij de beoordeling van de aantrekkelijkheid en eventuele opname in de beleggingsportefeuilles voorwaarden, die zijn samengevat tot 14 toetsingscriteria.

Deze 14 criteria gaan onder meer over verwacht rendement en risico, wet en regelgeving, ESG-criteria, gelijkschakeling van belangen, liquiditeit en kosten. Op basis van deze criteria kunnen de volgende conclusies worden getrokken over de mogelijkheden om te beleggen in het MKB:

1. Grootschalige initiatieven (investeringsvolume van meer dan 1 miljard euro per jaar) zullen MKB financieringen als beleggingscategorie op het netvlies van institutionele beleggers kunnen brengen. Bij een substantiële omvang zal ook benchmarking makkelijker zijn.
2. Institutionele beleggers ontberen de analysecapaciteit om zelf en zelfstandig MKB financieringen te verzorgen. Dat wordt vooral veroorzaakt door het relatief grote aantal te behandelen aanvragen voor vermogen, gegeven de nu eenmaal beperkte schaal van MKB bedrijven. Een in te richten gespecialiseerd instituut (of instituten) en/of een fonds (fondsen) met een specifiek mandaat zijn oplossingsmogelijkheden om deze barrière weg te nemen. Deze beleggingsoplossingen kunnen natuurlijk onderdeel zijn van een reeds bestaande bank, verzekeraar of vermogensbeheerder.
3. De bij het betreffende deelrapport betrokken institutionele beleggers beschrijven, dat het mitigeren van de risico's, die voortkomen uit de onvoldoende inzichtelijkheid van de gegevens ten aanzien van MKB beleggingen, eventueel door een vorm van (beperkte) garantie of risicodeling met het MKB zelf, gewenst is. Zo kunnen mogelijke investeringen worden vlotgetrokken.

2 AANBEVELINGEN EN BEVINDINGEN

Op basis van het integrale rapport, een groot aantal gesprekken en consultatie van experts worden door de stuurgroep MKB in Beeld de volgende aanbevelingen en bevindingen uitgelicht.

- **Op dit moment is het aanbod van risicodragend kapitaal voor een groot deel van het MKB segment zeer beperkt. Dit belemmert de mogelijkheden voor MKB ondernemingen om het noodzakelijke buffervermogen aan te trekken en daarmee de gewenste financiering te verkrijgen. Een aanzienlijk deel van de kredietaanvragen wordt ook door banken afgewezen op basis van een tekort aan buffervermogen. Het creëren van additionele bronnen van risicodragend vermogen is daarom de belangrijkste aanbeveling om het meeste waarde toe te voegen aan het financieringslandschap van het Nederlandse MKB segment. Het stimuleren van de investeerbaarheid van aanvullende en complementaire financieringsvormen vormt daarbij een belangrijk fundament. Ondernemingen verkeren in verschillende levensfasen met bijbehorende verschillende financieringsbehoefte. Inspelen op deze behoefte door de ontwikkeling van alternatieve financieringsvormen en de investeerbaarheid daarvan zal bijdragen aan een goed gespreid MKB-financieringslandschap.**
- **Institutionele beleggers ontberen veelal de distributie- en analysecapaciteit om zelf en zelfstandig MKB financieringen te verzorgen. Dat wordt vooral veroorzaakt door het relatief grote aantal te behandelen aanvragen voor vermogen, gegeven de nu eenmaal beperkte schaal van MKB bedrijven. Een aanbeveling is een gespecialiseerd instituut (of instituten) en/of fonds (of fondsen) in te richten. Dit instituut en/of fonds kan natuurlijk deel zijn van een reeds bestaande bank, verzekeraar of vermogensbeheerder. Dergelijke in te richten instituten en/of fondsen zouden zich goed kunnen richten op het verstrekken van meer risicodragend vreemd vermogen financiering aan het MKB, gebruikmakend van de kredietverleningsafdelingen van de (groot)banken of andere financiers in Nederland. Het is daarbij van belang dat zo'n instituut en/of fonds expertise en ervaring opbouwt om zelfstandig kredietvoorstellen te beoordelen. Ook de nog in te richten Nederlandse Investeringsinstelling (NII) kan een belangrijke schakel vormen om de beleggingsmogelijkheden bij institutionele beleggers in beeld te brengen en te verbinden met de financieringsbehoefte van het MKB.**
- **Het creëren van een vorm van achtergesteld vreemd vermogen als goede tussenweg tussen eigen vermogen en 'bankleningen'. Deze vermogensvorm zou een vorm kunnen krijgen vergelijkbaar met de 'Tante Agaath'-regeling voor particulieren. Dit wordt voorgesteld in het deelrapport "Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen" door institutionele beleggingsdeskundigen. Pensioenfondsen zouden gefaciliteerd kunnen worden met een (beperkte) vorm van garantie. Momenteel is hiervoor in de gewenste vorm een dergelijke garantieregeling niet aanwezig. De garantie zou (deels) gefinancierd kunnen worden door het betalen van een beperkte premie. De garantie vermindert het risico substantieel in een marktsegment dat tot vandaag nog gekenmerkt wordt door een beperkte inzichtelijkheid. Een vorm van garantie zal de totstandkoming van extra aanbod van risicodragend vermogen een stuk kansrijker maken. Alternatief voor een garantie is dat de MKB bedrijven zelf (beperkt) mee investeren in een fonds en/of instituut voor achtergestelde leningen en optreden als risicodragers.**
- **Het verstrekken van eigen vermogen is een effectieve manier om de groei van MKB bedrijven te faciliteren. Het is ook een risicovolle financieringswijze. Er is een bestaande Nederlandse private equity markt die goed functioneert, met name in het hogere MKB segment, met attractieve rendementen en met velerlei aanbieders. Dit laat onverlet dat er een groeiend tekort aan funding is, dat vooral merkbaar is in het segment van de zogeheten "latere fase" venture capital financiering. Het betreft een aanbeveling de markt van private**

equity verder te stimuleren en de financiering van het "late stage" venture capital segment in het bijzonder.

- **Small cap aandelen zijn momenteel slechts in beperkte mate toegesneden op het MKB. Het vereist meer ruimte voor het MKB om beursnoteringen te krijgen, zodat de hiervoor aanwezige opkomende infrastructures zich verder kunnen ontwikkelen. Dit geldt voor zowel vreemd vermogen als eigen vermogen.**
- **Doordat het MKB een positieve impact heeft op duurzaamheid kunnen investeerders die selecteren op duurzaamheids (ESG)-criteria goed in het MKB investeren. Het MKB is een attractieve belegging gezien het maatschappelijk belang dat mede gediend wordt.**
- **Tot slot een aanbeveling aan het MKB zelf: het is noodzakelijk om de kennis en expertise bij MKB ondernemers te bevorderen. Zowel op het vlak van de aanwezige kennis ten aanzien van vigerende overheidsbeleid en instrumenten als op het volle spectrum van het financieringsaanbod. Het betreft gelijktijdig een oproep aan de overheid en marktpartijen om meer te doen aan voorlichting, opleiding en coaching op het gebied van het verkrijgen van een gepaste financiering. Er zijn in dat kader al vele goede initiatieven op dit gebied - Week van de Ondernemer, het Ondernemersplein, de Financieringskredietdesk, het Kredietpaspoort - die permanente steun en aandacht verdienen.**

HOOFDSTUK 2

Leeswijzer MKB in Beeld rapport

Het MKB in Beeld rapport bestaat uit vijf onderwerpen die in deelrapporten zijn uitgeschreven: MKB Cijfers en Trends, Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen, MKB en Duurzaamheid, Beleggen

in Leningen, Beleggingskansen in private equity en beursgenoteerde aandelen. Aangezien het rapport modulair van opzet is, kent ieder van de deelrapporten een eigen hoofdstukindeling en figuur- en

tabelnummering.

In onderstaande figuur is de leeswijzer voor het integrale MKB in Beeld rapport grafisch weergegeven.



IV Het MKB – Cijfers en Trends

LEDEN WERKGROEP

Dinand Maas (Ministerie van Economische Zaken)

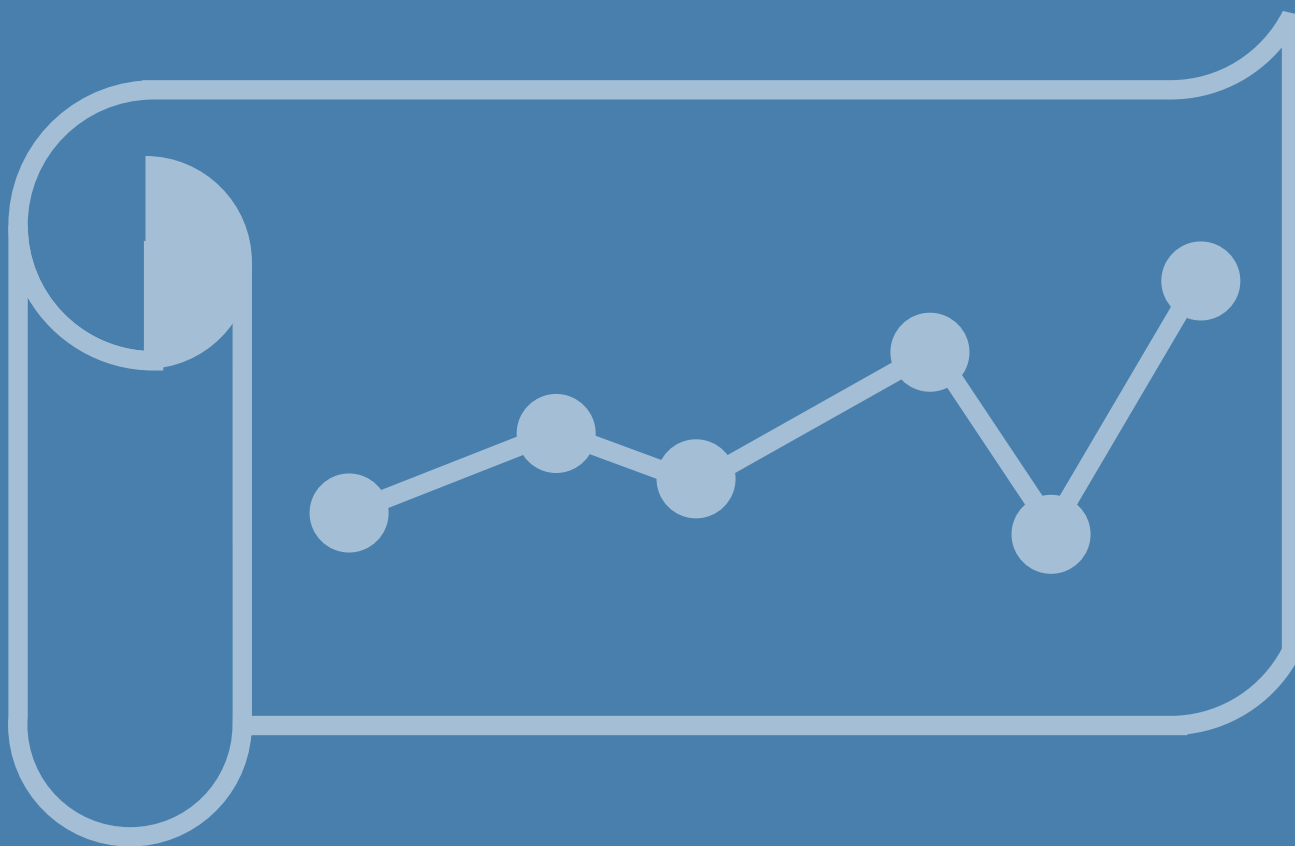
Peter Roosenboom (Voorzitter, Rotterdam School of Management, Erasmus University)

Peter Verleun (MKB Multifunds)

Rob Wolthuis (MKB Nederland)

LEESWIJZER

In het deelrapport Het MKB – Cijfers en Trends wordt het MKB in meer detail beschreven en wordt de financiering van het MKB nader toegelicht. In Hoofdstuk 1 worden de MKB kerncijfers gegeven. In Hoofdstuk 2 wordt het externe financieringsaanbod voor MKB ondernemingen beschreven, waarna in Hoofdstuk 3 de ondersteuningsmaatregelen vanuit de overheid worden belicht..



HOOFDSTUK 1

Het Nederlandse MKB: De stand van zaken

1 INLEIDING

Economische groei wordt mede bepaald door ondernemerschap en ambities van ondernemers. Dit roept een aantal vragen op. Is het Nederlandse MKB innovatief en ondernemend genoeg? Hoe belangrijk is MKB in het herstel van de Nederlandse economie? Hoe financiert het MKB zich? In dit hoofdstuk wordt getracht deze vragen te beantwoorden.

In dit rapport wordt de Europese definitie van het MKB aangehouden (tenzij anders vermeld). Hierbij worden MKB bedrijven gedefinieerd als bedrijven met maximaal 250 werknemers en een omzet tot 50 miljoen euro of balanstotaal tot 43 miljoen euro. De Europese Unie maakt verder onderscheid tussen microbedrijven (minder dan 10 werknemers en 2 miljoen euro omzet of balanstotaal), kleinbedrijven (tussen 10 en 50 werknemers en minder tussen 2 en 10 miljoen euro omzet of balanstotaal), middenbedrijven (tussen 50 en 250 werknemers en tussen 10 en 50 miljoen euro omzet of tussen 10 en 43 miljoen euro balanstotaal). Het grootbedrijf is daarmee afgebakend als bedrijven met meer dan 250 werknemers en meer dan 50 miljoen euro omzet of 43 miljoen euro balanstotaal. Zie http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index_en.htm.

Er is voor gekozen om databronnen te gebruiken die eenvoudig te actualiseren zijn. Het betreft de meest actuele data die ten tijde van het schrijven van dit deelrapport in maart 2014 beschikbaar was. In Nederland is EIM Panteia een toonaangevende bron van informatie over MKB ondernemingen. Zo levert EIM Panteia data over de bedrijvendynamiek en werkgelegenheid, exportintensiteit, financiering en structuur van het Nederlandse MKB. EIM Panteia maakt zowel in het voorjaar als in het najaar prognoses over ontwikkelingen in het Nederlandse MKB, uitgesplitst naar een 15-tal sectoren. De data wordt gratis via Internet ter beschikking gesteld (zie <http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>) en regelmatig geactualiseerd. Bovendien brengt EIM Panteia ieder jaar een handzaam boekwerk uit met daarin de belangrijkste cijfers over het MKB en ondernemerschap in Nederland (EIM Panteia, 2013f). Voor de internationale vergelijking kan gebruik worden gemaakt van jaarlijkse rapportages van de Europese Unie en Eurostat (zie http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/european_business/data/database). Hierdoor is het mogelijk om het Nederlandse MKB te vergelijken met het MKB in andere Europese landen.

Het MKB levert een belangrijke bijdrage aan de economische ontwikkeling en werkgelegenheid in Nederland. Tabel 1 presenteert een internationaal overzicht. Het overzicht betreft prognoses voor 2014 en is afkomstig van de Europese Unie. In Nederland behoort 99,8% van de bedrijven tot het MKB. Dit komt overeen met het percentage MKB ondernemingen in omliggende landen en in de Europese Unie. Het aandeel van het Nederlandse MKB in de bruto toegevoegde waarde ligt in Nederland met 64,2% hoger dan het gemiddelde binnen de Europese Unie. Het Nederlandse middenbedrijf kent een bijzonder hoog aandeel in de bruto toegevoegde waarde in vergelijking tot andere Europese landen. Het MKB in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk heeft verhoudingsgewijs een kleiner aandeel in de bruto toegevoegde waarde. Dit kan worden verklaard doordat de grootbedrijven in deze grotere Europese landen gemiddeld groter zijn dan in kleinere Europese landen en om die reden een groter aandeel in de bruto toegevoegde waarde hebben. In Nederland is 66,9% van de beroepsbevolking werkzaam bij MKB bedrijven. Dit ligt in lijn met het gemiddelde binnen de Europese Unie.²

² Deze cijfers wijken af van de cijfers in het rapport van de Commissie Hoek (2013). In het rapport van de Commissie Hoek (2013) wordt gemeld dat het MKB circa 50% van de Nederlandse economie uitmaakt en dat 50% van de beroepsbevolking in het MKB werkzaam is. De Commissie Hoek (2013) maakt gebruik van cijfers van het CBS waarin ook de overheid is meegenomen als onderdeel van de Nederlandse economie waardoor de percentages lager uitvallen. De percentages die hier gepresenteerd worden zijn gebaseerd op de marktsector (exclusief overheid).

	Micro	Klein	Midden	Groot	MKB
Luik A: Aandeel bedrijvenbestand					
Nederland	92,4%	6,3%	1,2%	0,2%	99,8%
België	94,0%	5,0%	0,8%	0,1%	99,9%
Verenigd Koninkrijk	89,4%	8,7%	1,5%	0,4%	99,6%
Frankrijk	94,0%	5,1%	0,8%	0,2%	99,8%
Duitsland	81,9%	15,1%	2,6%	0,5%	99,5%
EU27	92,1%	6,6%	1,1%	0,2%	99,8%
Luik B: Aandeel bruto toegevoegde waarde					
Nederland	22,5%	19,8%	21,9%	35,8%	64,2%
België	23,3%	20,0%	20,8%	35,9%	64,1%
Verenigd Koninkrijk	18,6%	14,9%	16,3%	50,2%	49,8%
Frankrijk	26,4%	17,3%	14,7%	41,6%	58,4%
Duitsland	15,5%	18,6%	20,1%	45,8%	54,2%
EU27	21,3%	18,3%	18,2%	42,2%	57,8%
Luik C: Aandeel werkgelegenheid					
Nederland	28,7%	20,0%	18,2%	33,1%	66,9%
België	34,0%	20,3%	16,9%	28,8%	71,2%
Verenigd Koninkrijk	18,3%	18,0%	16,0%	47,7%	52,3%
Frankrijk	29,4%	19,2%	15,2%	36,2%	63,8%
Duitsland	18,6%	23,2%	20,6%	37,7%	62,3%
EU27	28,8%	20,4%	17,4%	33,4%	66,6%

Tabel 1: Tabel geeft een overzicht van het aandeel van microbedrijven (minder dan 10 werknemers en 2 miljoen euro omzet of balanstotaal), kleinbedrijf (tussen 10 en 50 werknemers en tussen 2 en 10 miljoen euro omzet of balanstotaal), middenbedrijf (tussen 50 en 250 werknemers en tussen 10 en 50 miljoen euro omzet of tussen 10 en 43 miljoen euro balanstotaal) en grootbedrijf (meer dan 250 werknemers en meer dan 50 miljoen euro omzet of 43 miljoen euro balanstotaal) in het totaal bedrijvenbestand (luik A), bruto toegevoegde waarde (luik B) en werkgelegenheid (luik C). De gepresenteerde cijfers zijn geprognosticeerde cijfers voor 2014.

Bron: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/index_en.htm

2 ONDERNEMERSCHAP, GROEIAMBITIE EN INNOVEREND VERMOGEN

De zwakke ondernemende cultuur in Nederland: verleden tijd?

In 2007 heeft de Expertgroep KMO Financiering (2007) een rapport uitgebracht waarin gesproken werd over een zwakke ondernemende cultuur in het Nederlandse MKB in vergelijking tot andere landen. Een ondernemende cultuur is hierbij gedefinieerd als: een situatie waarin ondernemers zich veilig voelen om meer ambitie te hebben om meer risico's te aanvaarden. Het zich veilig voelen ontstaat wanneer ondernemers professioneler leren aan te kijken tegen het runnen van hun bedrijf. Zij worden in het managen van hun bedrijf ondersteund door een pro ondernemen gerichte houding van vooral hun adviseurs en intermediairs, die zich daarin ook hebben bekwaamd. (Expertgroep KMO financiering, 2007, blz. 23).

Ook meer recent wordt in een rapport van de AWT gesproken over (te) weinig

groeiambitie onder MKB ondernemingen. De reden voor gebrek aan groei ligt niet zozeer aan financieringskelpunten. Overige (gepercipieerde) knelpunten zijn gebrek aan ondernemingsvaardigheden en het werven en behouden van goed personeel. Ondernemers in Nederland hebben moeite marktontwikkelingen in te schatten (en pakken daardoor minder kansen). Tevens blijven ze achter in creativiteit en organisatietalent in vergelijking tot Britse collega's (Expertgroep KMO Financiering, 2007). Het aantrekken van financiering wordt door ondernemers in Nederland onvoldoende gezien als middel om deze knelpunten op te lossen. Ook nodigt het niet uit tot het vergroten van het aanbod van risicokapitaal omdat durfinvesteerders onvoldoende goede business cases met voldoende groeiperspectief ontvingen (AWT, 2011).

Houdbare groei is een belangrijk concept wanneer we het hebben over het MKB. Houdbare groei is de groei van de omzet en ondernemingsactiva die financierbaar is met de bestaande vermogensstructuur zonder dat extern eigen vermogen moet worden aangetrokken. Uit onderzoek blijkt dat meeste MKB ondernemingen (85%) in Nederland een houdbare groei nastreven. (Expertgroep KMO financiering, 2007). Indien de economische omstandigheden het toelaten wordt gegroeid (gefinancierd door winsthouding en vreemd vermogen zonder de balansverhoudingen te wijzigen). Bij economisch slechtere tijden wordt niet of minder gegroeid (de "automatische piloot"). Slechts een beperkt aantal MKB ondernemingen heeft groeiambities die boven houdbaar zijn (15%). Indien de onderneming groei nastreeft die hoger is dan de houdbare groei ontstaat een

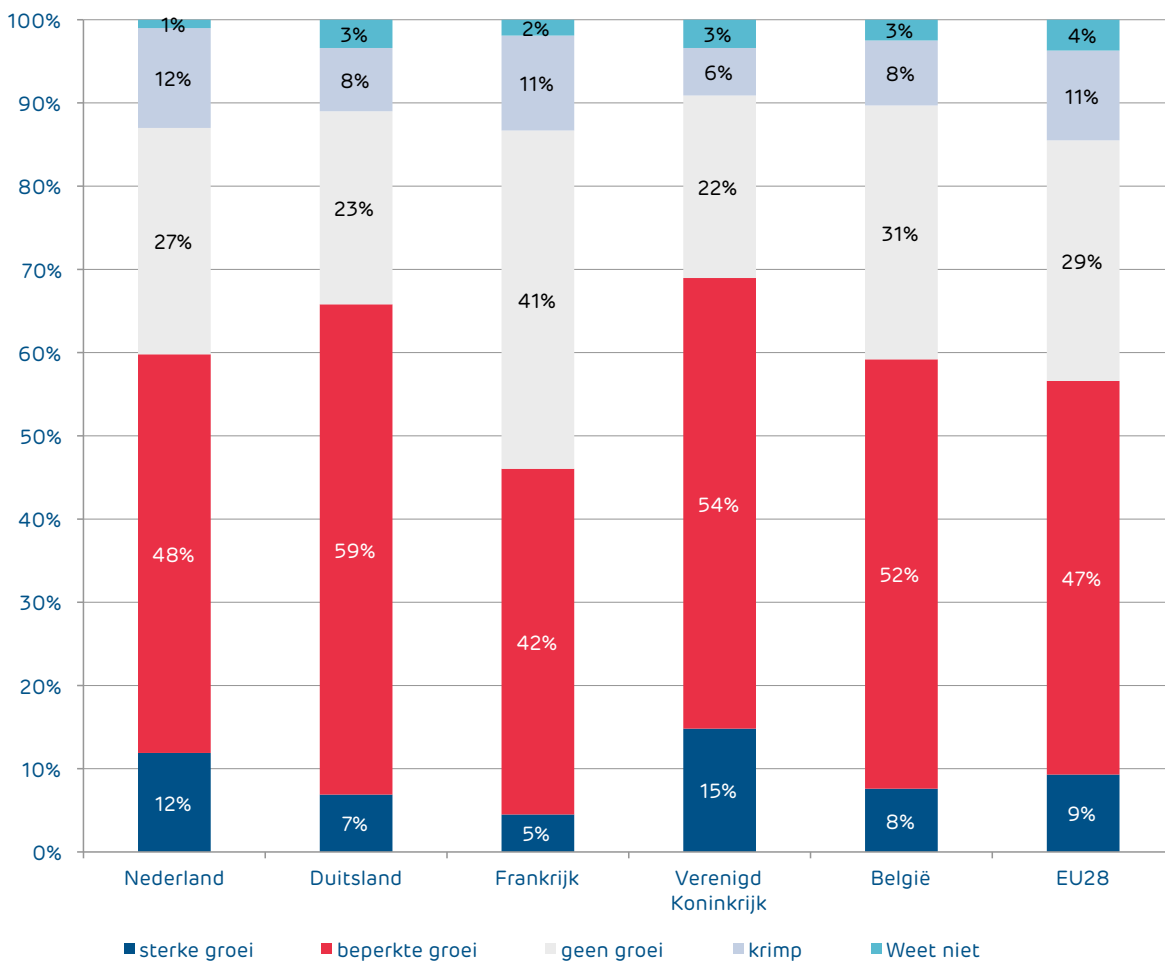
financierstekort dat moet worden opgevuld met extern vermogen.

Wat is de actuele stand van zaken? Data van de Global Entrepreneurship Monitor (GEM, <http://www.gemconsortium.org/Data>) biedt een mogelijkheid om dit in kaart te brengen en Nederland internationaal te vergelijken. De TEA (Total Entrepreneurial Activity) Index geeft het percentage volwassenen tussen 18 en 64 jaar weer dat in de afgelopen 42 maanden een onderneming is gestart of van plan is een onderneming te starten. In 2008 was dit percentage in Nederland 5,2% en in de tussentijd is dit percentage in 2012 verdubbeld tot 10,3% (Panteia, 2013h). Dit ligt hoger dan het percentage in de EU (7,7% in

2012). De toegenomen populariteit van ondernemerschap in Nederland blijkt ook uit een recent rapport van de Europese Unie (2012). Ook wordt er in het Nederlandse onderwijs relatief meer aandacht geschonken aan ondernemerschap (Europese Unie, 2012). Uit recente cijfers van het CBS blijkt dat startende ondernemingen ook betere overlevingskansen hebben. Van de startende eenmanszaken in 2009 bestond in 2012 driekwart nog. Dit een stijging ten opzichte van ondernemingen die in 2007 gestart zijn en waarvan na drie jaar nog maar 63% bestond.

Nederlandse MKB ondernemers koesteren meer groeiambities. In het SME's Access to Finance Survey

(SAFE, vraag 17) van de Europese Unie (2013a) wordt gevraagd naar de toekomstige groei van de omzet de komende twee tot drie jaar. Zie Figuur 1. In Nederland verwacht 12% van de geënquêteerde MKB ondernemers meer dan 20% per jaar te groeien. Het percentage ondernemers met verwachte snelle groei is in Nederland hoger dan het Europees gemiddelde en ligt hoger dan in Duitsland, Frankrijk en België. Tegelijkertijd is echter ook het percentage Nederlandse MKB bedrijven dat een krimp van de omzet verwacht hoger dan in die landen.



Figuur 1: Het percentage MKB ondernemingen dat sterke groei (20% per jaar of meer), beperkte groei (tot 20% per jaar), geen groei of krimp van de omzet verwacht in de komende twee à drie jaar. Bron: SME's Access to Finance Survey (SAFE, vraag 17) van de Europese Unie (afkomstig van <http://sdw.ecb.europa.eu/>).

In de periode 2007-2010 bedroeg het percentage snelle groeiers, ondernemingen die in de afgelopen drie jaar meer dan 72,8% omzetgroei laten zien, in Nederland 6% van het kleinbedrijf, 7% van het middenbedrijf en 10% van het grootbedrijf (Panteia, 2013i). Het totaal percentage snelle groeiers in de periode 2007-2010 was in Nederland 6%. Nederland loopt daarmee internationaal in de pas met 4% snelle groeiers in Duitsland, 7% in Frankrijk, 6% in het Verenigd Koninkrijk en 6% in België in diezelfde periode. In de periode 2007-2010 waren de snelle groeiers verantwoordelijk voor driekwart van de groei in werkgelegenheid (Panteia, 2013i).

Deze snelle groeiers zijn ambitieuzer, creatiever en meer bereid risico's te nemen dan niet snelle groeiers. Ze volgen een actievere strategie, introduceren regelmatig nieuwe producten en betreden nieuwe markten (Panteia, 2007). Snelle groeiers zijn meer gericht op samenwerking, innovatie en export dan niet snelle groeiers. Deze ondernemers weten het risico "kapot" te groeien te vermijden en doen een groter beroep op

externe financiering (Panteia, 2013b). De kans op faillissement voor deze snelle groeiers is even groot als voor niet snelle groeiers (Panteia, 2012a).

Met het aanwakken van groeiambities en ondernemerschap zal ook de financieringsvraag toenemen. Hiertoe is het verbreden van (niet-bancaire) financieringsbronnen voor MKB bedrijven een punt van aandacht (Commissie De Swaan, 2011). Ook dienen MKB ondernemers een goed voorbereide financieringsaanvraag te doen en indien nodig zich daarbij te laten bijstaan door gekwalificeerde adviseurs en intermediairs (Commissie De Swaan, 2011). Uit cijfers van de Europese Unie (2012) blijkt dat Nederlandse ondernemers die een bedrijf gestart of overgenomen hebben zich het minst hebben verdiept in de financiering daarvan. Slechts 67% van de ondernemers acht financiering belangrijk bij het nemen van de beslissing om het eigen bedrijf te starten of een bestaand bedrijf over te nemen. Ter vergelijking dit percentage is 87% in België, 86% in Frankrijk, 80% in het Verenigd Koninkrijk, en 76% in Duitsland.

Innovatie en internationalisering in het Nederlandse MKB

Het Nederlandse MKB speelt met meer dan 60% van de totale R&D uitgaven een belangrijke rol in innovatie (Commissie Hoek, 2013). Nederland is volgens het scorebord van de Europese Unie (2014) een innovatievolger, d.w.z. Nederland presteert op het terrein van innovatie iets boven of rond het Europees gemiddelde. Tabel 2 toont een aantal innovatiemaatstaven specifiek voor het Nederlandse MKB. De meest recente cijfers dateren van 2010. Het is duidelijk dat in de periode 2008-2010 het Nederlandse MKB innovatiever is geworden. Het percentage MKB ondernemingen met innovaties in eigen beheer of in samenwerkingsverband is gestegen van 26,3% in 2008 tot 39,1% in 2010. Deze innovatieve bedrijven zoeken in de regel ook vaker externe financiering (Panteia, 2012b). Het percentage MKB ondernemingen met product- en procesinnovaties is eveneens toegenomen in deze periode. De crisis heeft sommige MKB bedrijven ook genoopt tot vernieuwingen van productieprocessen om zo te komen tot een meer efficiënte bedrijfsvoering. Ondanks deze inspanningen blijft het Nederlandse MKB nog achter bij het Duitse MKB.

	Nederland	België	Verenigd Koninkrijk	Frankrijk	Duitsland	EU
Percentage MKB ondernemingen met eigen innovaties of innovaties in samenwerkingsverband	39,1% (26,3%)	39,8% (40,2%)	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar (29,9%)	45,2% (46%)	31,8% (30,3%)
Percentage innovatieve MKB ondernemingen die samenwerken met andere bedrijven	14,9% (13%)	20,1% (22,2%)	25,2% (25%)	11,1% (13,5%)	14% (11,8%)	11,7% (11,2%)
Percentage MKB ondernemingen met introductie van product en/of proces innovaties	46% (31,6%)	50,3% (44%)	21,3% (27%)	32,7% (32,1%)	63,2% (53,6%)	38,4% (34,2%)
Percentage MKB ondernemingen met introductie marketing en/of organisatorische innovaties	36,9% (28,6%)	41,7% (44,1%)	30,6% (31,1%)	42,8% (38,5%)	60,5% (68,2%)	40,3% (39,1%)

Tabel 2: Tabel geeft een overzicht van innovatieactiviteit van MKB bedrijven in Nederland, België, Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Duitsland. De percentages zijn uitgedrukt als percentage van het totaal aantal MKB bedrijven in het desbetreffende land. Data betreft het meest recent beschikbare jaar 2010. Cijfers tussen haakjes betreffen het jaar 2008 Bron: Innovation Union Scoreboard 2014 (Europese Unie, 2014). http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/policy/innovation-scoreboard/index_en.htm

Een andere kans voor het Nederlandse MKB is de globalisering van de economie. In 2011 exporteerde 9% van de MKB ondernemingen haar goederen of diensten (Panteia, 2013j). Er is echter een groot verschil tussen het micro- en kleinbedrijf enerzijds en het middenbedrijf anderzijds. Bijna de helft van de MKB ondernemingen met een werknemersaantal tussen 50 en 250 werkzame personen exporteert. De kleinere MKB bedrijven doen aanzienlijk minder aan export. De exportintensiteit, gemeten als het

aandeel van de export in de omzet, ligt tussen 17% en 20% van de omzet in de periode 2008-2011 (Panteia, 2013j). Industrie is met 34% meest export intensieve sector in 2011, gevolgd door transport en communicatie (30%) en groothandel (29%). Het Nederlandse MKB is ook als investeerder in het buitenland actief. In 2010 hadden 12.000 Nederlandse MKB voor 13 miljard euro in het buitenland geïnvesteerd. Dit is 2% van de totale directe buitenlandse investeringen in 2010. De waarde van de directe

buitenlandse investeringen van het MKB nam in de periode 2004-2010 met 50% toe (Panteia, 2013k). De bedrijven met directe buitenlandse investeringen hebben een hogere exportintensiteit en zijn vaker exporteur en importeur. De industrie is de belangrijkste investeerder in 2010 waarbij ongeveer een derde van de investeringen wordt gedaan door industriële bedrijven, gevolgd door groothandel (23%) en zakelijke dienstverlening (21%) (Panteia, 2013k).

3 KERNGEGEVENS VAN HET NEDERLANDSE MKB

Panteia doet meerdere malen per jaar ramingen van de kerngegevens van het Nederlandse MKB. Deze ramingen volgen de Europese MKB definitie en zijn gratis te raadplegen via <http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>. In Nederland zijn in 2012 ruim 1.100.000 ondernemingen actief in de marktsector. De marktsector bestaat uit het bedrijfsleven zonder overheid en exclusief de sectoren delfstoffenwinning, zorg en verhuur en exploitatie van onroerend goed. Het merendeel van deze ondernemingen is actief binnen het MKB (Panteia, 2013b). Ruim 99% van alle ondernemingen in het bedrijfsleven behoort tot het MKB, bedrijven met minder dan 250 werknemers. Ongeveer 2.000 bedrijven worden tot het grootbedrijf gerekend. Het MKB heeft een belangrijk aandeel in de totale afzet, bruto toegevoegde waarde en werkgelegenheid. In 2012 was het MKB goed voor 55% van de totale afzet van het bedrijfsleven en voor 60% van de totale bruto toegevoegde waarde. Een kwart van de omzet in het MKB wordt in het buitenland behaald. In het MKB zijn ongeveer 4,1 miljoen personen werkzaam. Dit is 70% van de totale werkgelegenheid in het bedrijfsleven. De arbeidsproductiviteit van het MKB ligt met 64.000 euro lager dan de arbeidsproducti-

viteit voor het totale bedrijfsleven. De totale winst van het MKB ligt (na correctie van de beloning van de zelfstandigen) iets lager dan de winst van bedrijven uit het grootbedrijf. Het MKB is goed voor 57% van de totale investeringen door het bedrijfsleven. Tabel 3 biedt een overzicht.

	MKB	Micro	Klein	Midden	Groot	Totaal
Ondernemingen per ultimo 2012 (x 1.000)	1.164	1.104	50	10	2	1.165
Afzet (in miljarden euro)	508	158	153	197	423	931
Afzet in het buitenland (in miljarden euro)	131	29	35	66	173	303
Afzet in het binnenland (in miljarden euro)	378	129	118	131	250	628
Bruto toegevoegde waarde (in miljarden euro)	220	79	67	74	145	365
Arbeidsvolume (in duizenden voltijdseenheden)	3.454	1.510	1.030	913	1.330	4.783
Aantal werkenden (in duizenden)	4.163	1.932	1.196	1.035	1.811	5.973
waarvan zelfstandigen (in duizenden)	865	857	8	1	0	865
Arbeidsproductiviteit (in duizenden euro)	64	52	65	81	109	76
Winst na belasting (in miljarden euro)	27	5	8	14	29	57
Investerings (in miljarden euro)	29	11	7	10	22	51

Tabel 3: Tabel geeft een overzicht van de Nederlandse marktsector ultimo 2012. De marktsector bestaat uit het bedrijfsleven zonder overheid en exclusief de sectoren delfstoffenwinning, zorg en verhuur en exploitatie van onroerend goed. De ramingen volgen de Europese MKB definitie. De bruto toegevoegde waarde tegen basisprijzen is gedefinieerd als het bedrag dat de productiefactoren aan de waarde van de verbruikte goederen en diensten toevoegen. Het is gelijk aan het verschil tussen de waarde van de geproduceerde goederen en diensten en de waarde van de in het productieproces verbruikte goederen en diensten. Hierbij wordt geen rekening wordt gehouden met afschrijvingen en wordt gewaardeerd tegen basisprijzen. Dit houdt in dat de productie niet de door de producent in rekening gebrachte belasting over de toegevoegde waarde omvat en ook niet andere product gerelateerde belastingen zoals accijnzen. Het arbeidsvolume betreft loontrekkers en zelfstandigen herleid tot voltijdsequivalenten. Arbeidsproductiviteit is berekend als de bruto toegevoegde waarde tegen basisprijzen gedeeld door het arbeidsvolume. Winst na belasting is de winst die resulteert na betaling van vennootschaps- of inkomstenbelasting en toegerekend loon aan zelfstandigen. Investerings betreft de aanschaf van duurzame kapitaalgoederen die langdurig worden gebruikt in het productieproces alsook deelnemingen in andere bedrijven. Bron: Panteia (2013e) en (<http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>).

De jaren 2013 en 2014 staan na jaren van krimp in het teken van een bescheiden herstel (Panteia, 2013d). In 2014 wordt afzetherstel voorspeld voor het MKB in de marktsector met circa 1%. Zie Tabel 4. Het aantrekken van de handel met andere Europese landen en een licht herstel van consumentenvertrouwen zijn hier voor verantwoordelijk. In 2014 zal het sterkste herstel plaatsvinden in de meer internationaal georiënteerde

sectoren zoals de industrie, groothandel en transport. De op het binnenland georiënteerde sectoren zullen slechts licht groeien en de detailhandel zal blijven krimpen (Panteia, 2013b). Zie Figuur 2a, 2b en 2c voor de afzetgroei, winstgroei en groei in de werkgelegenheid per sector. Het volume van de investeringen van (niet alleen MKB) ondernemingen zit in de lift. De Investeringsradar van het Centraal Bureau voor de Statistiek

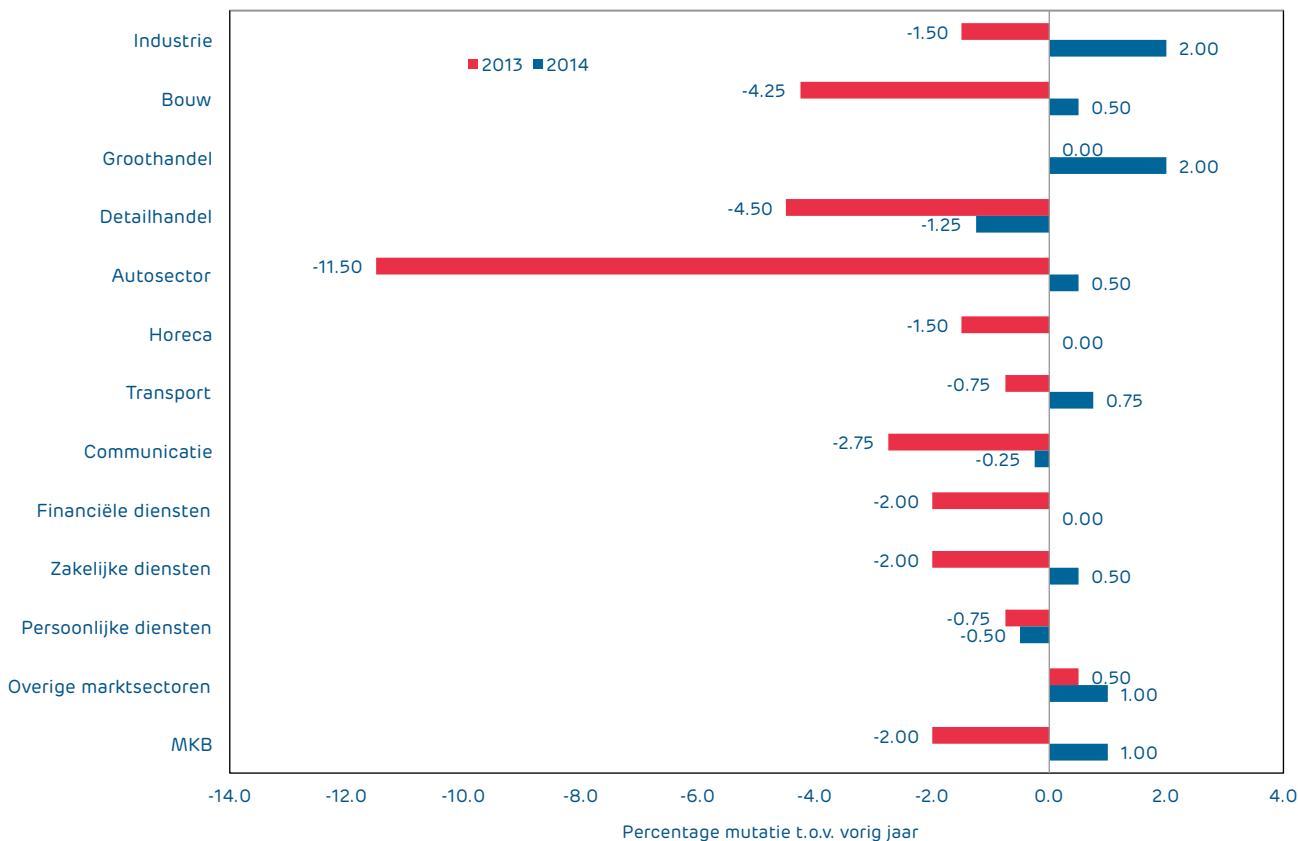
laat zien dat de bedrijfsinvesteringen in januari 2014 6,7 % hoger lagen dan in januari 2013.³ Faillissementscijfers specifiek voor het MKB ontbreken. Het Centraal Bureau voor de Statistiek heeft wel algehele faillissementscijfers voor 2013 beschikbaar. Hieruit blijkt dat er in 2013 sprake was van 8.275 faillissementen (exclusief eenmanszaken), een stijging van 12% ten opzichte van 2012.⁴

	Niveau in miljarden euro		Mutatie t.o.v. vorig jaar in %		
	2012	2013	2012	2013	2014
MKB	508	-1,75	-2,00	1,00	
Klein en Micro	311	-2,00	-2,25	0,75	
waarvan Micro	158	-2,00	-2,00	0,75	
Midden	197	-1,50	-1,75	1,25	
Groot	423	-0,75	-1,50	1,25	
Totale marktsector	931	-1,50	-1,75	1,00	

Tabel 4: Tabel geeft een overzicht van de voorspelde afzetontwikkeling voor de marktsector in de periode 2012-2014. De marktsector bestaat uit het bedrijfsleven zonder overheid en exclusief de sectoren delfstoffenwinning, zorg en verhuur en exploitatie van onroerend goed. De ramingen volgende de Europese MKB definitie.

³ Zie <http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/dossiers/conjunctuur/cijfers/kerncijfers/investeringsradar.htm>
⁴ Zie <http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/bedrijven/publicaties/artikelen/archief/2014/2014-004-pb.htm>

Figuur 2a

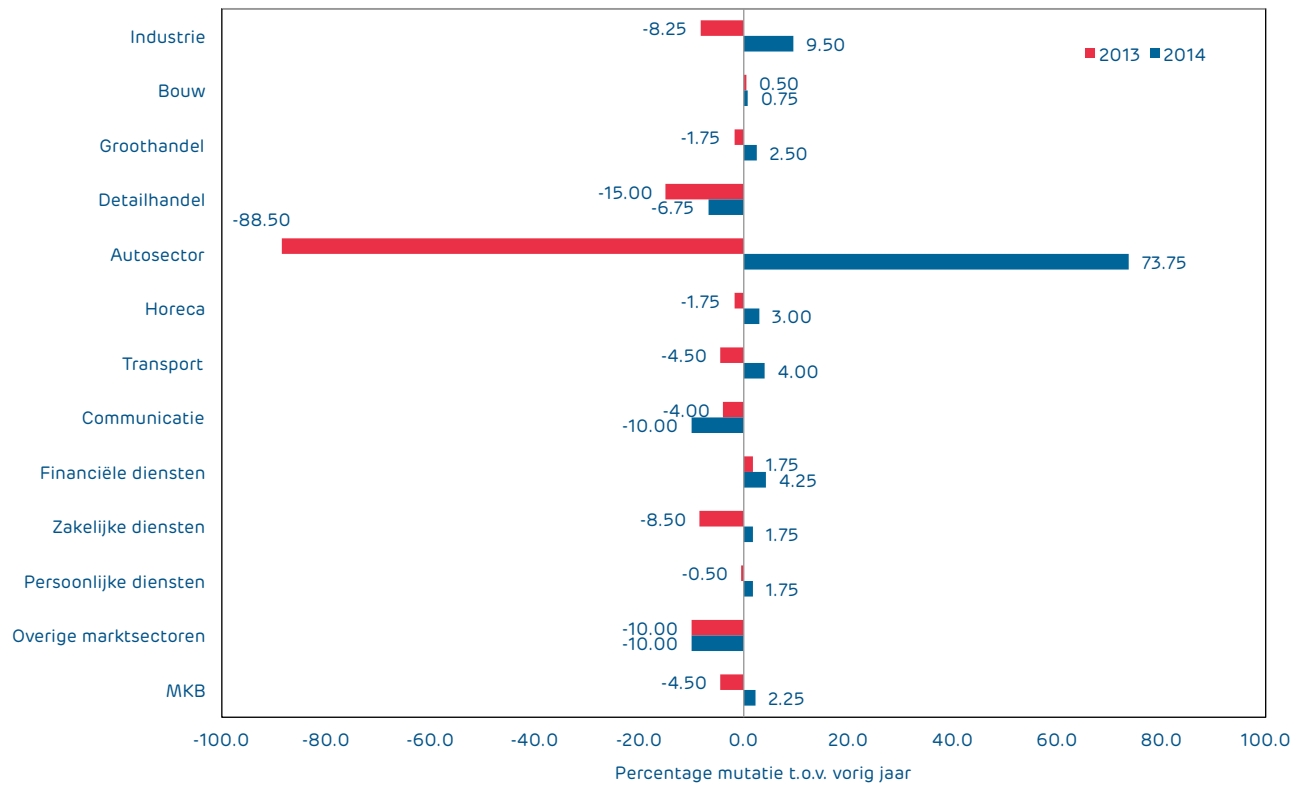


Figuur 2a: Voorspelde afzetgroei in 2013 en 2014 in MKB bedrijven, uitgesplitst naar sector. Figuur toont het percentage mutatie t.o.v. vorig jaar. De marktsector bestaat uit het bedrijfsleven zonder overheid en exclusief de sectoren delfstoffenwinning, zorg en verhuur en exploitatie van onroerend goed. De ramingen volgende de Europese MKB definitie. Bron: EIM Panteia (2013e) en (<http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>).

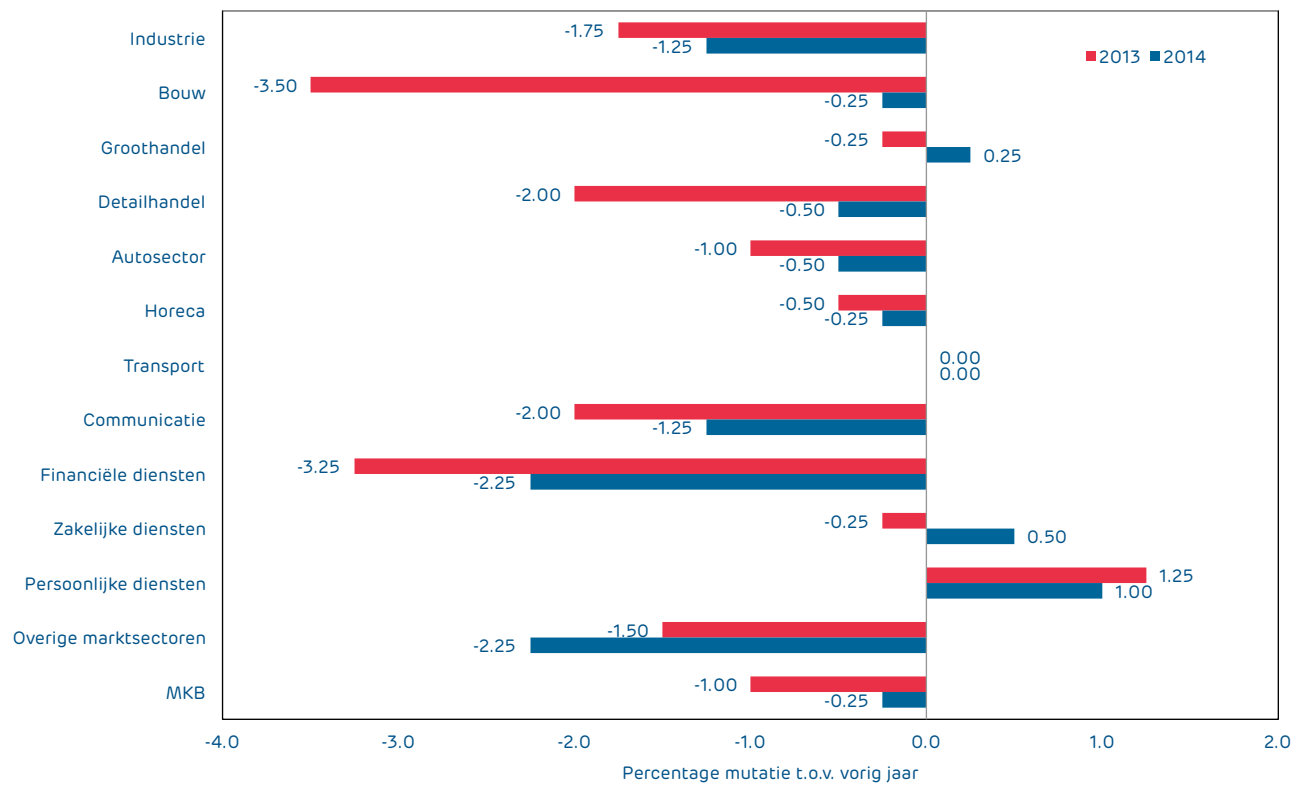
Figuur 2b: Voorspelde nominale winstgroei in 2013 en 2014 in MKB bedrijven, uitgesplitst naar sector. Figuur toont het percentage mutatie t.o.v. vorig jaar. De marktsector bestaat uit het bedrijfsleven zonder overheid en exclusief de sectoren delfstoffenwinning, zorg en verhuur en exploitatie van onroerend goed. De ramingen maken gebruik van de Europese MKB definitie. Bron: Panteia (2013e) en (<http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>).

Figuur 2c: Voorspelde groei in aantal werkenden (personen) in 2013 en 2014 in MKB bedrijven, uitgesplitst naar sector. Figuur toont het percentage mutatie t.o.v. vorig jaar. De marktsector bestaat uit het bedrijfsleven zonder overheid en exclusief de sectoren delfstoffenwinning, zorg en verhuur en exploitatie van onroerend goed. De ramingen maken gebruik van de Europese MKB definitie. Bron: Panteia (2013e) en (<http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>).

Figuur 2b



Figuur 2c



Tabel 5 toont de activastructuur van MKB ondernemingen voor het prognose jaar 2013. Tabel 6 toont financiële kengetallen voor dat jaar. Deze overzichten zijn uitgesplitst naar het microbedrijf (niet rechtspersoon), microbedrijf (rechtspersoon), het kleinbedrijf, middenbedrijf en grootbedrijf. Een kanttekening is dat het microbedrijf (niet rechtspersoon) een speciale categorie is waarbij het niet mogelijk is persoonlijke en zakelijke bezittingen/vermogen te scheiden. Zo telt bijvoorbeeld de woning mee op de balans als vaste activa en de daarop rustende hypotheek als langlopend vreemd vermogen. In vergelijking tot het grootbedrijf beschikken MKB ondernemingen over minder vaste activa. MKB ondernemingen worden gekenmerkt door een ruime werkkapitaalbuffer (verschil van de som van voorraden, kortlopende vorderingen (debiteuren) en kasmiddelen minus vreemd vermogen op korte termijn).

MKB ondernemingen hebben in de regel een efficiënt werkkapitaalbeheer (verlenen zelf weinig krediet aan klanten en nemen veel krediet bij leveranciers). Het voorraadbeheer is beter georganiseerd in het grootbedrijf dan in het MKB. MKB ondernemingen houden voorraden langer aan en dit brengt kosten met zich mee. MKB ondernemingen houden vaak uit voorzorg hogere kasvoorraden aan in vergelijking tot het grootbedrijf.

Het MKB is gelet op de current ratio van boven de 100% goed in staat om aan haar kortlopende verplichtingen te voldoen. De solvabiliteit ligt echter aanzienlijk lager dan in het grootbedrijf. Dit wordt nader besproken in de volgende paragraaf. De rentabiliteit eigen vermogen (REV) en rentabiliteit totaal vermogen (RTV) liggen in het klein- en middenbedrijf op een hoger niveau dan in het grootbedrijf. Deels is dit te herleiden tot de hogere

schuldfinanciering van het MKB (zie Tabel 9) waardoor een hefboomwerking op de rentabiliteit van het eigen vermogen ontstaat. Het MKB kent tevens een hogere omloopsnelheid van het vermogen dan het grootbedrijf en weet dus meer omzet per euro totaal geïnvesteerd vermogen te genereren. Tabel 7 toont het verloop van de financiële kengetallen gedurende de jaren 2010-2014. De meeste financiële kengetallen kennen een stabiel verloop. De rentabiliteit eigen vermogen van het MKB is in 2014 minder (8,8%) dan in 2010 (10,6%). Tabel 8 toont de kengetallen uitgesplitst naar sector. De industriële sectoren hebben een sterke liquiditeits- en solvabiliteitspositie. De transport sector kent een relatief lage liquiditeit, solvabiliteit en rentabiliteit. De rentabiliteit van sectoren zoals voedings- en genotmiddelen, groothandel en delfstofwinning is het hoogst (zie ook Panteia, 2013g).

<i>In procenten van balanstotaal</i>	Totaal	Micro nrp	Micro rp	Klein	Midden	MKB	Groot
Vaste activa	63	81	47	41	52	56	68
- (Im)materiële	38	81	34	34	37	47	31
- Financiële	25	0	13	7	15	9	37
Vlottende activa	37	19	53	59	48	44	32
- Voorraden	7	6	8	14	12	10	4
- Kortlopende vorderingen	23	8	28	30	27	23	23
- Liquide middelen	7	5	17	13	9	11	5

Tabel 5: Tabel toont de activastructuur in procenten van balanstotaal van microbedrijven (nrp=niet rechtspersonen), microbedrijven (rp=rechtspersonen), kleinbedrijf, middenbedrijf en grootbedrijf voor het jaar 2013. Materiële activa betreffen tastbare bezittingen zoals gebouwen en machines. Immateriële activa betreffen niet tastbare bezittingen zoals patenten, octrooien en goodwill. Financiële activa betreffen deelnemingen in groepsmaatschappijen en beleggingen. Het gaat om niet-financiële bedrijven. De ramingen maken gebruik van de Europese MKB definitie. Bron: Panteia (2013g) en (<http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>).

	Totaal	Micro nrp	Micro rp	Klein	Midden	MKB	Groot
Liquiditeit (current ratio, %)	141,8	115	193,8	161,3	145,8	151,8	132,4
Solvabiliteit (%)	43,2	33,3	37,1	33,7	36,8	35,2	49,6
Rentabiliteit eigen vermogen (%)	6,7	4,4	6,5	10,4	11,7	9	5,5
Rentabiliteit totaal vermogen (%)	4,5	2,5	3,3	5,8	6,5	4,9	4,1
Omloopsnelheid vermogen (%)	85	65,6	103,5	155,5	129,4	116,4	60
Voorraadtermijn (dagen)	29,1	35,6	28,2	32,1	32,9	32,5	23,7
Debiteurentermijn (dagen)	98,6	45,2	99,9	71,4	76,8	73,1	138
Crediteurentermijn (dagen)	24,5	24,9	20,6	25,9	22,2	23,6	25,9

Tabel 6: Tabel toont financiële kengetallen van microbedrijven (nrp=niet rechtspersonen), microbedrijven (rp=rechtspersonen), kleinbedrijf, middenbedrijf en grootbedrijf voor het jaar 2013. Het gaat om niet-financiële bedrijven. Liquiditeit (current ratio) wordt berekend door de vlottende activa te delen door de kortlopende schulden maal 100%. Solvabiliteit is het eigen vermogen uitgedrukt als percentage van het totale vermogen geïnvesteerd in de onderneming. De rentabiliteit van het eigen vermogen (REV) wordt berekend door de nettowinst (na belasting) te delen door het eigen vermogen maal 100%. De rentabiliteit van het totale vermogen (RTV) wordt berekend door de som van nettowinst voor belasting en de rentelasten over het vreemd vermogen te delen door het totale in de onderneming geïnvesteerde vermogen (de som van het eigen en vreemd vermogen) maal 100%. De omloopsnelheid van het vermogen is de gegenereerde omzet per euro geïnvesteerd vermogen en berekend door de omzet te delen door het totale vermogen maal 100%. De voorraadtermijn wordt berekend door de waarde van de voorraad te delen door de omzet maal 365 dagen. De debiteurentermijn wordt berekend door de waarde van de vorderingen te delen door de omzet en te vermenigvuldigen met 365 dagen. De crediteurentermijn wordt berekend door de waarde van de openstaande rekeningen (crediteuren) te delen door de omzet en te vermenigvuldigen met 365 dagen. De ramingen maken gebruik van de Europese MKB definitie. Bron: Panteia (2013g) en (<http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>).

	2010	2011	2012	2013	2014
Liquiditeit (current ratio, %)	150,2	151,2	151,3	151,8	152,0
Solvabiliteit (%)	33,8	34,2	34,8	35,2	35,3
Rentabiliteit eigen vermogen (%)	10,6	10,5	9,6	9	8,8
Rentabiliteit totaal vermogen (%)	5,2	5,3	5,0	4,9	4,9
Omloopsnelheid vermogen (%)	115,6	117,4	116,2	116,4	118
Voorraadtermijn (dagen)	32,9	32,6	32,6	32,5	32,3
Debiteurentermijn (dagen)	73,9	73,0	73,1	73,1	73,0
Crediteurentermijn (dagen)	23,9	23,6	23,7	23,6	23,4

Tabel 7: Tabel toont financiële kengetallen voor MKB bedrijven gedurende de jaren 2010 tot en met 2014. Het gaat om niet-financiële bedrijven. Liquiditeit (current ratio) wordt berekend door de vlottende activa te delen door de kortlopende schulden maal 100%. Solvabiliteit is het eigen vermogen uitgedrukt als percentage van het totale vermogen geïnvesteerd in de onderneming. De rentabiliteit van het eigen vermogen (REV) wordt berekend door de nettowinst (na belasting) te delen door het eigen vermogen maal 100%. De rentabiliteit van het totale vermogen (RTV) wordt berekend door de som van nettowinst voor belasting en de rentelasten over het vreemd vermogen te delen door het totale in de onderneming geïnvesteerde vermogen (de som van het eigen en vreemd vermogen) maal 100%. De omloopsnelheid van het vermogen is de gegenereerde omzet per euro geïnvesteerd vermogen en berekend door de omzet te delen door het totale vermogen maal 100%. De voorraadtermijn wordt berekend door de waarde van de voorraad te delen door de omzet maal 365 dagen. De debiteurentermijn wordt berekend door de waarde van de vorderingen te delen door de omzet en te vermenigvuldigen met 365 dagen. De crediteurentermijn wordt berekend door de waarde van de openstaande rekeningen (crediteuren) te delen door de omzet en te vermenigvuldigen met 365 dagen. De ramingen maken gebruik van de Europese MKB definitie. Bron: Panteia (2013g) en (<http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>).

	Landbouw	Deifstoffenwinning	Voedings- en genotsmiddelen	Chemische industrie	Metaalindustrie	Overige industrie	Nutsbedrijven	Bouwnijverheid	Autohandel	Groothandel	Detailhandel	Horeca	Transport	ICT & communicatie	Zakelijke diensten	Zorg en welzijn	Overige diensten
Liquiditeit (current ratio, %)	143,4	110	138,9	190,2	177,5	160,8	123,7	159,2	159,1	167,9	150,6	122,1	105	128,7	161,6	151,9	100,3
Solvabiliteit (%)	28,9	34,6	38,4	41,9	38,6	41,3	31,0	33,9	30,6	40,2	25,9	24,3	19,8	38,7	37,4	41,1	43,1
Rentabiliteit eigen vermogen (%)	-0,2	25,2	26,5	9,6	6,0	10,0	2,4	5,7	7,8	15,9	7,0	12,3	1,3	11,1	3,6	15,2	-0,1
Rentabiliteit totaal vermogen (%)	0,4	12,8	14,0	5,8	3,8	6,2	2,8	5,0	4,6	8,5	3,9	5,3	1,7	5,0	1,8	8,9	1,4
Omloopsnelheid vermogen (%)	37,5	99,4	199,4	90,4	117,2	110,1	71,5	122,3	192,8	186,4	179,1	86,9	70,1	125,8	88,1	103,1	47,3
Voorraadtermijn (dagen)	41,7	11,7	29,0	44,4	45,1	42,0	12,9	41,7	57	37,0	43,5	28,6	7,3	6,6	14,9	7,2	12,1
Debiteurentermijn (dagen)	78,2	95,7	49,6	102,3	84,8	92,1	91,4	72,7	42,1	63,2	31,5	60,3	77,9	113,6	116,3	72,9	80,9
Crediteurentermijn (dagen)	28,4	44,7	22,2	26,1	29,9	27,6	29,2	34,0	21,8	19,3	21,1	17,0	27,5	23,4	21,6	12,9	23,7

Tabel 8: Tabel toont financiële kengetallen van MKB bedrijven voor het jaar 2013. Het gaat om niet-financiële bedrijven. Liquiditeit (current ratio) wordt berekend door de vlottende activa te delen door de kortlopende schulden maal 100%. Solvabiliteit is het eigen vermogen uitgedrukt als percentage van het totale vermogen geïnvesteerd in de onderneming. De rentabiliteit van het eigen vermogen (REV) wordt berekend door de nettowinst (na belasting) te delen door het eigen vermogen maal 100%. De rentabiliteit van het totale vermogen (RTV) wordt berekend door de som van nettowinst voor belasting en de rentelasten over het vreemd vermogen te delen door het totale in de onderneming geïnvesteerde vermogen (de som van het eigen en vreemd vermogen) maal 100%. De omloopsnelheid van het vermogen is de gegenereerde omzet per euro geïnvesteerd vermogen en berekend door de omzet te delen door het totale vermogen maal 100%. De voorraadtermijn wordt berekend door de waarde van de voorraad te delen door de omzet maal 365 dagen. De debiteurentermijn wordt berekend door de waarde van de vorderingen te delen door de omzet en te vermenigvuldigen met 365 dagen. De crediteurentermijn wordt berekend door de waarde van de openstaande rekeningen (crediteuren) te delen door de omzet en te vermenigvuldigen met 365 dagen. De ramingen maken gebruik van de Europese MKB definitie. Bron: Panteia (2013g) en (<http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>).

4 FINANCIERING VAN HET MKB

De manier waarop MKB ondernemingen financieringsbeslissingen nemen volgt in theorie het volgende stappenplan (Duffheus en De Goeij, 2010):

1. In te houden winst
2. Vormen van objectfinanciering zoals leasing en factoring
3. Vormen van kortlopend vreemd vermogen: (geen objectfinanciering)
4. Vormen van langlopend vreemd vermogen: (geen objectfinanciering)
5. Extern onderhands aan te trekken eigen vermogen van gewone en preferente aandelen
6. Extern publiekelijk aan te trekken eigen vermogen

MKB ondernemingen hebben in de regel een solide financiering en een

evenwichtige vermogensstructuur, in ieder geval in de periode 2000-2008 (Duffhues en De Goeij, 2010). MKB ondernemingen hebben gemiddeld genomen een lagere kapitaalintensiteit (minder vaste activa) dan het grootbedrijf (zie ook Tabel 5). Ze geven de voorkeur aan interne financiering door middel van winstinhouding en extern financieren daarna bij voorkeur met vreemd vermogen (lees bank leningen). Extern eigen vermogen is vaak duur en niet gewenst uit angst zeggenschap te verliezen. Dit geldt ook voor het Verenigd Koninkrijk (Breedon Report, 2012). MKB ondernemingen hebben meestal geen toegang tot de openbare geld- en kapitaalmarkt. Om klappen op te vangen worden grotere kasvoorraden aangehouden (zie ook Tabel 5). Tabel 9 toont de vermogensstructuur van

MKB ondernemingen uitgesplitst naar grootteklassen. Het MKB kent in 2013 een lagere solvabiliteit (eigen vermogen uitgedrukt als percentage van balanstotaal) dan het grootbedrijf (zie Tabel 6). De solvabiliteit kan in tijden van economische crisis onder druk komen te staan omdat het eigen vermogen lastiger is aan te vullen door winstinhouding of uit privé middelen. Solvabiliteit is daarmee conjunctuurafhankelijk. Tabel 9 toont tevens dat het MKB, gemiddeld genomen, afhankelijker is van vreemd vermogen dan het grootbedrijf. In hoofdlijnen gedragen MKB ondernemingen zich bij het nemen van financieringsbeslissingen volgens het eerder beschreven stappenplan (Duffheus en De Goeij, 2010).

<i>In procenten van balanstotaal</i>	Totaal	Micro nrp	Micro rp	Klein	Midden	MKB	Groot
Eigen vermogen	43	33	37	34	37	35	50
Vreemd vermogen	57	67	63	66	63	65	50
- Lang vreemd vermogen	31	50	36	30	30	36	26
- Kort vreemd vermogen	26	17	27	36	33	29	24

Tabel 9: Tabel toont de vermogensstructuur in procenten van balanstotaal van microbedrijven (nrp=niet rechtspersonen), microbedrijven (rp=rechtspersonen), kleinbedrijf, middenbedrijf en grootbedrijf voor het jaar 2013. Het gaat om niet-financiële bedrijven. Lang vreemd vermogen betreft schulden met een looptijd langer dan 1 jaar. Kort vreemd vermogen betreft schulden met een looptijd korter dan 1 jaar. Eigen vermogen is bepaald als het verschil tussen balanstotaal en totaal vreemd vermogen. De ramingen maken gebruik van de Europese MKB definitie. Bron: Panteia (2013g) en (<http://data.ondernemerschap.nl/WebIntegraal/>).

In de recente financieringsmonitor van Panteia (2013b) wordt ondernemers gevraagd of zij de afgelopen 12 maanden naar externe financiering hebben gezocht. Tabel 10 laat zien dat ongeveer één op vijf MKB ondernemingen op zoek was naar externe financiering. Twee derde van het MKB is hierbij op zoek naar vreemd vermogen. Het kleinbedrijf (8%) is vaker op zoek naar eigen vermogen dan het middenbedrijf (2%). In het kleinbedrijf is 27% op zoek naar een combinatie van eigen en vreemd vermogen. In het middenbedrijf bedraagt dit percentage 33%. De belangrijkste bestemming voor het geld betreft investeringen in werkkapitaal en vaste activa.

Indien de onderneming op zoek is naar vreemd vermogen wordt er meestal aan de huisbank gedacht. Echter ten opzichte van eerdere metingen is hier wel sprake van een daling. Totaal denkt nu 55% aan de huisbank tegenover 75% in de eerste meeting van 2012. MKB ondernemers stellen zich in op een veranderende situatie waarbij de huisbank niet langer als de enige bron van vreemd vermogen wordt gezien. Al dan niet noodgedwongen gaan ze op zoek naar een bank anders dan de huisbank (populair alternatief voor het middenbedrijf) of leningen van familie en vrienden (populair alternatief voor het kleinbedrijf). Onder de categorie Anders bevinden zich hoofdzakelijk leasing, leningen van aandeelhouders en informele investeerders.

Tabel 12 toont de bronnen van eigen vermogen indien er behoefte bestaat aan eigen vermogen. Voor het kleinbedrijf komt eigen vermogen uit het privé vermogen van de ondernemer of van familie vrienden. Het middenbedrijf trekt eigen vermogen aan bij bestaande aandeelhouders, nieuwe aandeelhouders, familie en vrienden of vanuit de inbreng van privé middelen. Het is opvallend dat informele investeerders wel terugkeren in het overzicht (8% van de ondernemingen hoopt daar eigen vermogen aan te

	Klein	Midden	Groot	Totaal 2013-2	Totaal 2013-1
Ja, financiering gezocht	21%	21%	17%	19%	18%
waarvan eigen vermogen (inclusief achtergestelde leningen)	8%	2%	11%	8%	13%
waarvan vreemd vermogen	66%	65%	76%	70%	60%
waarvan beide	27%	33%	13%	22%	28%

Tabel 10: Tabel toont het percentage respondenten dat behoefte heeft aan externe financiering (buiten de bestaande kredietruimte) en de beoogde financieringsbron. De enquête onder is uitgevoerd 1402 bedrijven in september 2013 (2013-2). De vorige Financieringsmonitor is uitgevoerd in februari 2013 (2013-1). Er zijn 273 op zoek zijn naar externe financiering. Drie grootteklassen worden onderscheiden, te weten het kleinbedrijf, middenbedrijf en grootbedrijf. Op basis van het aantal werkzame personen ligt de grens op 50 en 250. Op basis van de jaarlijkse netto omzet ligt de grens op 10 en 50 miljoen euro. Bron: Panteia (2013b).

	Klein	Midden	Groot	2013-2	2013-1	2012-1
Huisbank	62%	53%	52%	55%	64%	75%
Andere dan huisbank	0%	20%	22%	16%	27%	21%
Familie en vrienden	22%	6%	0%	7%	3%	3%
Leveranciers	2%	0%	8%	5%	6%	3%
Anders	16%	29%	24%	22%	12%	9%

Tabel 11: Tabel toont het percentage respondenten dat behoefte heeft aan extern vreemd vermogen uitgesplitst naar bron van vreemd vermogen. De enquête onder is uitgevoerd 1402 bedrijven in september 2013 (2013-2). De vorige Financieringsmonitoren zijn uitgevoerd in februari 2013 (2013-1) en februari-maart 2012 (2012-1). Drie grootteklassen worden onderscheiden, te weten het kleinbedrijf, middenbedrijf en grootbedrijf. Op basis van het aantal werkzame personen ligt de grens op 50 en 250. Op basis van de jaarlijkse netto omzet ligt de grens op 10 en 50 miljoen euro. De resultaten in deze tabel zijn gebaseerd op 140 ondernemingen met behoefte aan extern vreemd vermogen. Bron: Panteia (2013b).

	Klein	Midden	Groot	2013-2	2013-1	2012-1
Privévermogen	25%	14%	0%	15%	17%	25%
Bestaande aandeelhouders	13%	29%	59%	31%	38%	33%
Nieuwe aandeelhouders	4%	15%	0%	6%	13%	6%
Andere bedrijven	0%	8%	12%	6%	6%	10%
Familie/vrienden	58%	15%	0%	30%	19%	11%
Participatiemaatschappij, ROM	0%	0%	18%	6%	6%	6%
Informele investeerders	8%	8%	12%	9%	6%	4%
Banken	8%	21%	12%	13%	5%	10%

Tabel 12: Tabel toont het percentage respondenten dat behoefte heeft aan extern eigen vermogen uitgesplitst naar bron van eigen vermogen. De enquête onder is uitgevoerd 1402 bedrijven in september 2013 (2013-2). De vorige Financieringsmonitoren zijn uitgevoerd in februari 2013 (2013-1) en februari-maart 2012 (2012-1). Drie grootteklassen worden onderscheiden, te weten het kleinbedrijf, middenbedrijf en grootbedrijf. Op basis van het aantal werkzame personen ligt de grens op 50 en 250. Op basis van de jaarlijkse netto omzet ligt de grens op 10 en 50 miljoen euro. De resultaten in deze tabel zijn gebaseerd op 52 ondernemingen met behoefte aan extern eigen vermogen. Bron: Panteia (2013b).

trekken) terwijl door geen enkele respondent gedacht wordt aan participatiemaatschappijen. Uit de recente Financieringsmonitor (Panteia, 2013b) blijkt ook een relatie tussen solvabiliteit en slagingskans bij financiering. Hoe hoger de solvabiliteit hoe hoger de kans dat de financieringsaanvraag wordt gehonoreerd. Het is daarmee van belang dat ondernemingen hun weerstandsvermogen door middel van eigen vermogen of achtergestelde leningen weten te versterken. Door deze verbetering in solvabiliteit kunnen andere financieringsbronnen mogelijk weer beschikbaar komen (zoals bankleningen). Ondernemingen die eigen vermogen zoeken worden veelal gekenmerkt door een lagere solvabiliteit die ze door het aantrekken van extern eigen vermogen proberen op te krikken (Panteia, 2013b; Rabobank, 2013). Vraag is of dat deze bedrijven lukt.

Voor externe verschaffers van eigen vermogen zijn er in dit kader wel een aantal aandachtspunten. Gemiddeld ligt de vermogenskostenvoet voor het eigen vermogen in het MKB beneden de rendementseis (Raad voor Zelfstanding Ondernemerschap, 2003). De gemiddelde rentabiliteit op het eigen vermogen in 2013 is 10,4% voor het kleinbedrijf en 11,7% voor het middenbedrijf (zie Tabel 6). Dit ligt onder de rendementseis van gemiddeld 17% berekend door Duffheus en De Goeij (2010) en de rendementseis gesteld door informele investeerders die tussen de 10 en 30% ligt (Bureau Bartels, 2003). Dit is voor eigenaar van de MKB onderneming geen groot probleem omdat hij/zij ook niet-financiële voordelen geniet (status, maatschappelijke positie, behoud zeggenschap). Het maximaliseren van de waarde van de onderneming is daarmee niet altijd de doelstelling

voor MKB ondernemingen. Externe vermogensverschaffers hebben daarmee twee alternatieven. Het eerste alternatief is dat ze naast financieel rendement ook maatschappelijk rendement (duurzaamheid, behoud regionale werkgelegenheid etc.) nastreven om zo een rentabiliteit onder de rendementseis te accepteren. Het tweede alternatief is het zeer zorgvuldig te selecteren in welke MKB ondernemingen te investeren. Banken en participatiemaatschappijen zijn hiertoe het beste in staat. Het is tekenend dat in de steekproef aangeleverd door banken de MKB ondernemingen wel de rendementseis op eigen vermogen weten te voldoen (Raad voor Zelfstanding Ondernemerschap, 2003). Selectie van MKB ondernemingen ter investering is daarmee van het grootste belang om een rendement op de investering te kunnen behalen.

5 CONCLUSIE

Het Nederlandse MKB maakt een belangrijk onderdeel uit van onze economie. In Nederland behoort 99,8% van de bedrijven tot het MKB. Het MKB draagt als werkgever in belangrijke mate bij aan de Nederlandse samenleving. In vergelijking tot het grootbedrijf kenmerkt het MKB zich door een efficiënter werkkapitaalbeheer, een hogere rentabiliteit en een hogere liquiditeit. De solvabiliteit is in het MKB echter lager dan in het grootbedrijf. MKB ondernemingen financieren minder met eigen vermogen en meer met (kort) vreemd vermogen. MKB ondernemingen zijn ook minder kapitaalintensief (hebben verhoudingsgewijs minder vaste activa) dan grootbedrijven. Het voorzichtige economische herstel wordt in het bijzonder gevoed door aantrekkende export. Daarvan zullen sommige MKB bedrijven in export georiënteerde sectoren zoals industrie en groothandel profiteren. Andere MKB bedrijven in sectoren die afhankelijk zijn van binnenlandse bestedingen, zoals de detailhandel, zullen naar verwachting minder presteren.

Ondernemerschap staat in Nederland volop in de belangstelling. Er zijn meer mensen met het voornemen een onderneming te starten en beginnende ondernemers dan in het verleden. MKB bedrijven koesteren in toenemende mate groeiambities. Er zijn meer snelle groeiers en innova-

tieve MKB bedrijven bijgekomen. Met het aanwakkeren van groeiambities en ondernemerschap zal ook de financieringsvraag toenemen. Hiertoe is het verbreden van (niet-bancaire) financieringsbronnen voor MKB bedrijven een punt van aandacht. De gekoesterde groeiambities gaan gepaard met risico's die zeker in de startfase het beste gedragen worden door verschaffers van extern eigen vermogen (Commissie Hoek, 2013). Bovendien zal het versterken van het weerstandsvermogen van ondernemingen de kans op krediet van de bank verhogen. Dit is echter alleen mogelijk voor MKB bedrijven die aan de rendementseisen van externe verschaffers van eigen vermogen kunnen voldoen.

Een punt van zorg is echter dat bij het starten of overnemen van een bedrijf er bij de Nederlandse ondernemer vaak onvoldoende aandacht is voor bedrijfsfinanciering. Veel MKB ondernemers en hun adviseurs geven de zoektocht naar financiering te weinig aandacht. Ze gaan vaak eerst naar de huisbank en doen geen rondgang onder andere financiers. Vaak zijn ze onbekend met verschillende overheidsregelingen of andere financieringsbronnen (deze komen in de volgende hoofdstukken aan bod). Verdere professionalisering en kennis over bedrijfsfinanciering is gewenst (zie ook Eurlings en Lentz, 2013; Com-

missie de Swaan, 2011). Initiatieven zoals de Financieringsdesk van de Kamer van Koophandel (<http://www.ondernemersplein.nl/financieringsdesk>) kunnen hierbij helpen.

MKB ondernemingen hebben tevens last van schaalnadelen en informatieproblemen. Er is minder informatie beschikbaar over MKB ondernemingen vanwege beperkte deponeringsplicht bij Kamer van Koophandel.⁵ Deze beslotenheid betekent minder inzicht en moeilijker toegang tot financiering op de langere termijn (Raad voor Zelfstanding Ondernemerschap, 2003). 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 (Commissie de Swaan, 2011) bijvoorbeeld door Standaard Bedrijfsrapportage/XBRL.

In Hoofdstuk 2 zullen de verschillende externe financieringsbronnen nader worden besproken. In Hoofdstuk 3 komt de beleidsmatige ondersteuning van het MKB aan bod.

⁵ Op de website van de Kamer van Koophandel staat een duidelijke lijst van de verplichte gegevens naar grootteklasse van bedrijf. Zie <http://www.kvk.nl/inschrijven-en-wijzigen/deponeren/deponeren-jaarrekening/welke-gegevens-moet-u-in-de-jaarrekening-opnemen/htm>

HOOFDSTUK 2

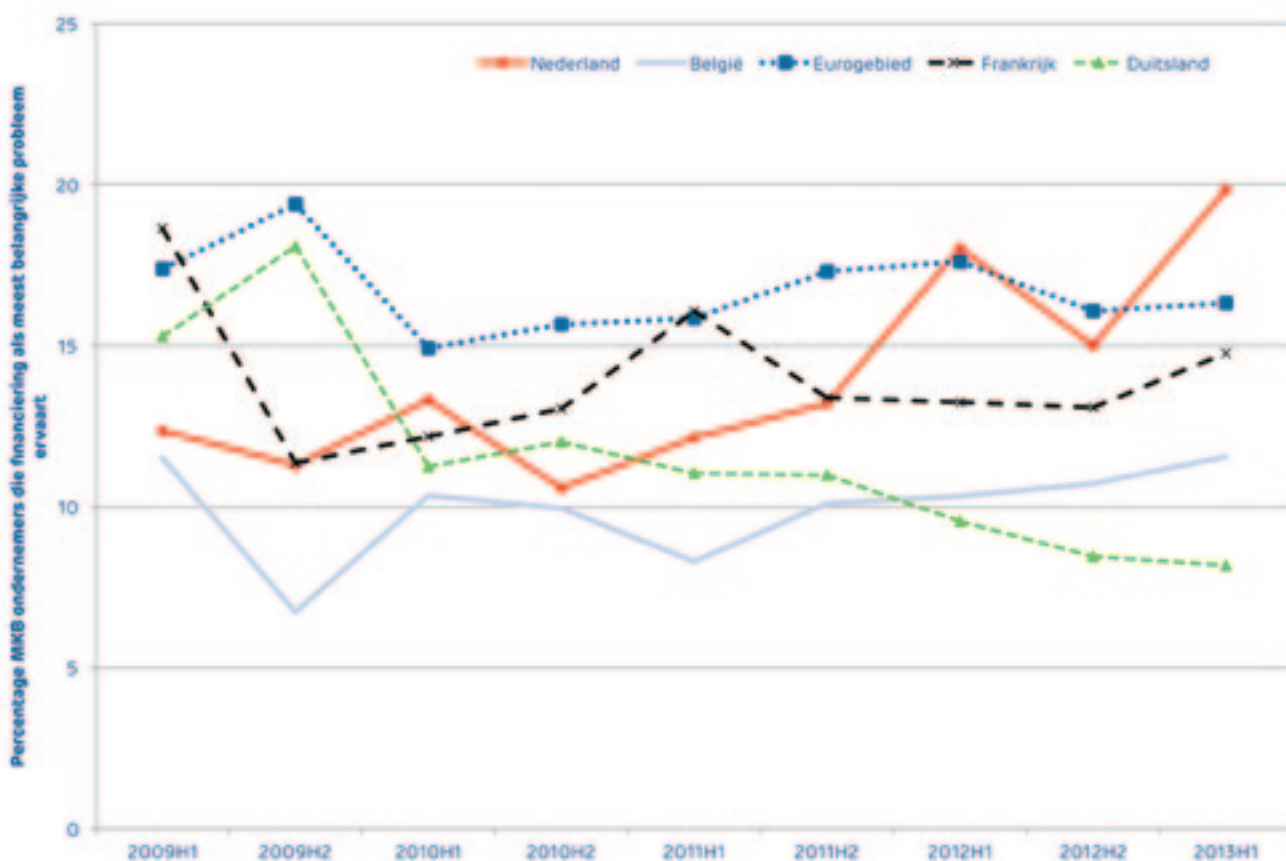
Het externe financieringsaanbod voor het Nederlandse MKB

1 INLEIDING

Eén op de vijf Nederlandse MKB ondernemers noemt beperkte toegang tot financiering als meest belangrijke probleem (Europese Unie, 2013a). Nederland scoort daarmee in vergelijking tot de omringende landen het

slechtst en er is sinds 2010 sprake van een toenemend (gepercipiëerd) financieringsprobleem. Zie Figuur 3. In de EU staat Nederland op een achtste plaats als het gaat om MKB ondernemingen met financierings-

problemen. Beperkte toegang tot financiering wordt door Nederlandse MKB ondernemingen als een serieus probleem ervaren.



Figuur 3: Percentage MKB ondernemers welke financiering als meest belangrijke probleem ervaart in Nederland, België, Frankrijk, Duitsland en het Eurogebied. Bron: SME's Access to Finance Survey (SAFE) van de Europese Unie (afkomstig van <http://sdw.ecb.europa.eu/>).

Deze financieringsproblemen kunnen worden toegeschreven aan problemen aan de vraagzijde (onvoldoende kwaliteit ondernemingsplannen, onvoldoende kwaliteit ondernemers, slecht voorbereide financieringsaanvragen, te eenzijdig gericht op bankfinanciering) maar ook aan fricties aan de aanbodzijde van financiering (verkrapt aanbod, ondoorzichtig aanbod, aanbod dat niet aansluit op de financieringsvraag). Verwezen wordt naar de rapporten van de Expertgroep KMO financiering (2007) en de Commissie de Swaan (2011) waarin deze fricties aan vraag en aanbodzijde uitvoerig aan bod komen.

Om te komen tot een evenwichtige analyse van het probleem is het van belang ook de aanbodzijde te belichten. In dit hoofdstuk wordt de (toekomstige) veranderingen aan deze aanbodzijde besproken. Daarbij wordt

een onderscheid gemaakt tussen financiering door de bank en financiering buiten de bank om. Alternatieve financieringsbronnen, soms nog in de ontwikkelingsfase, passeren de revue. We bespreken achtereenvolgens crowdfunding, kredietunies, informele investeerders, microfinanciering, leasing, factoring en ketenfinanciering, venture capital en private equity, MKB fondsen en (achtergestelde) leningen en MKB beurzen en MKB obligaties. Waar mogelijk wordt de (toekomstige) omvang van de verschillende externe financieringsbronnen bepaald.

Interne financieringsbronnen zoals winstinhouding en inbreng van privé middelen door de ondernemer en/of familie en vrienden worden in dit hoofdstuk niet besproken (zie daarvoor Hoofdstuk 1). Subsidieregelingen komen in Hoofdstuk 3 aan bod. Ook is het belangrijk te vermelden dat niet

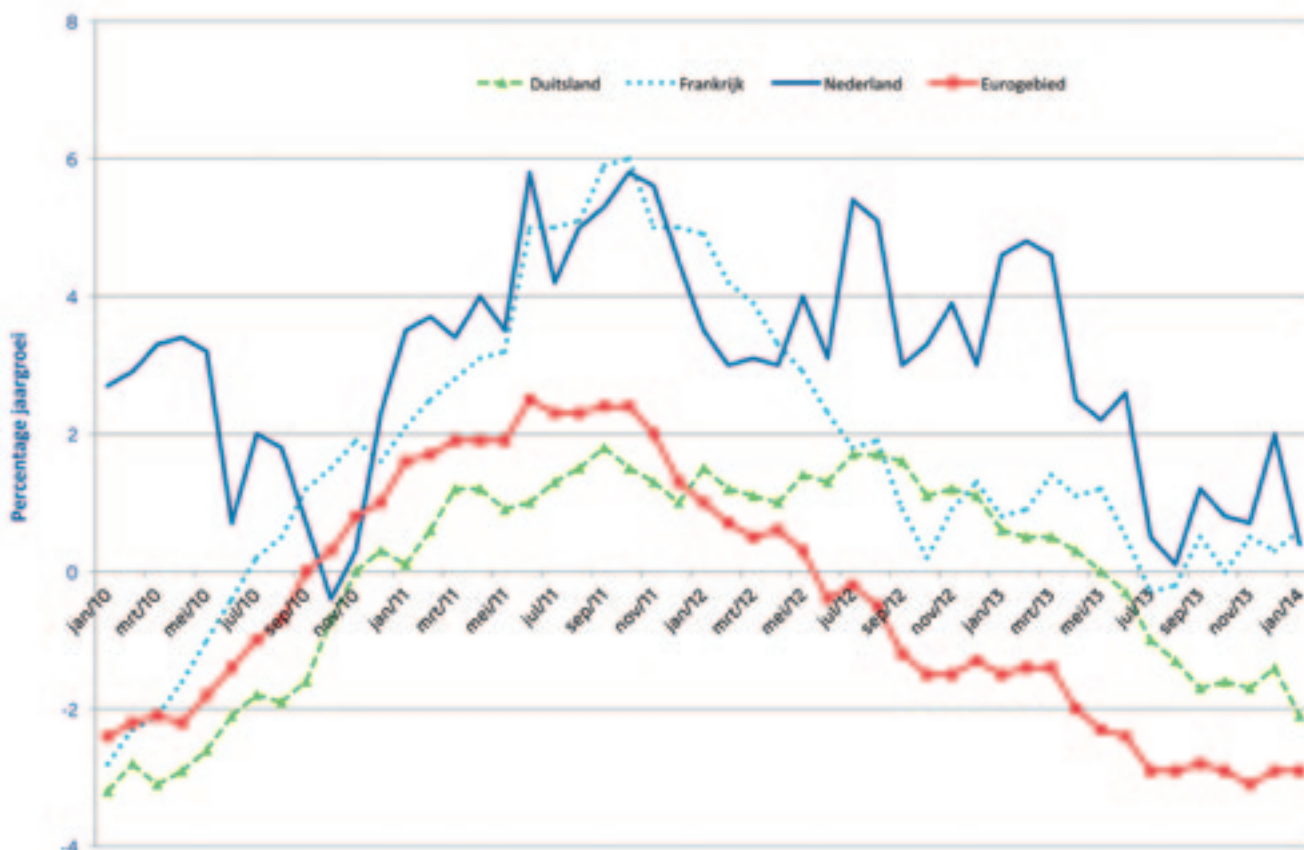
alle alternatieve financieringsbronnen even geschikt zijn voor alle typen MKB ondernemingen. Bovendien is alternatieve financiering niet noodzakelijk eenvoudiger te verkrijgen of goedkoper is dan een banklening. Zo slaagt tot 80% er niet in om via crowdfunding de gewenste bedragen op te halen (Commissie de Swaan, 2011) en is ook bij microfinanciering de kans op afwijzing zeer substantieel. Tot slot wordt de vraag gesteld of er sprake is van een daadwerkelijk financieringstekort en hoe groot dit tekort in de toekomst zou kunnen worden. Er is onder meer gebruik gemaakt van de Financieringsmonitor van Panteia, de SME's Access to Finance Survey (SAFE) van de Europese Unie en de Bank Lending Survey (BLS) van de Europese Centrale Bank. Alle figuren en tabellen in dit hoofdstuk zijn daarmee op eenvoudige wijze te actualiseren.

2 FINANCIERING DOOR DE BANK

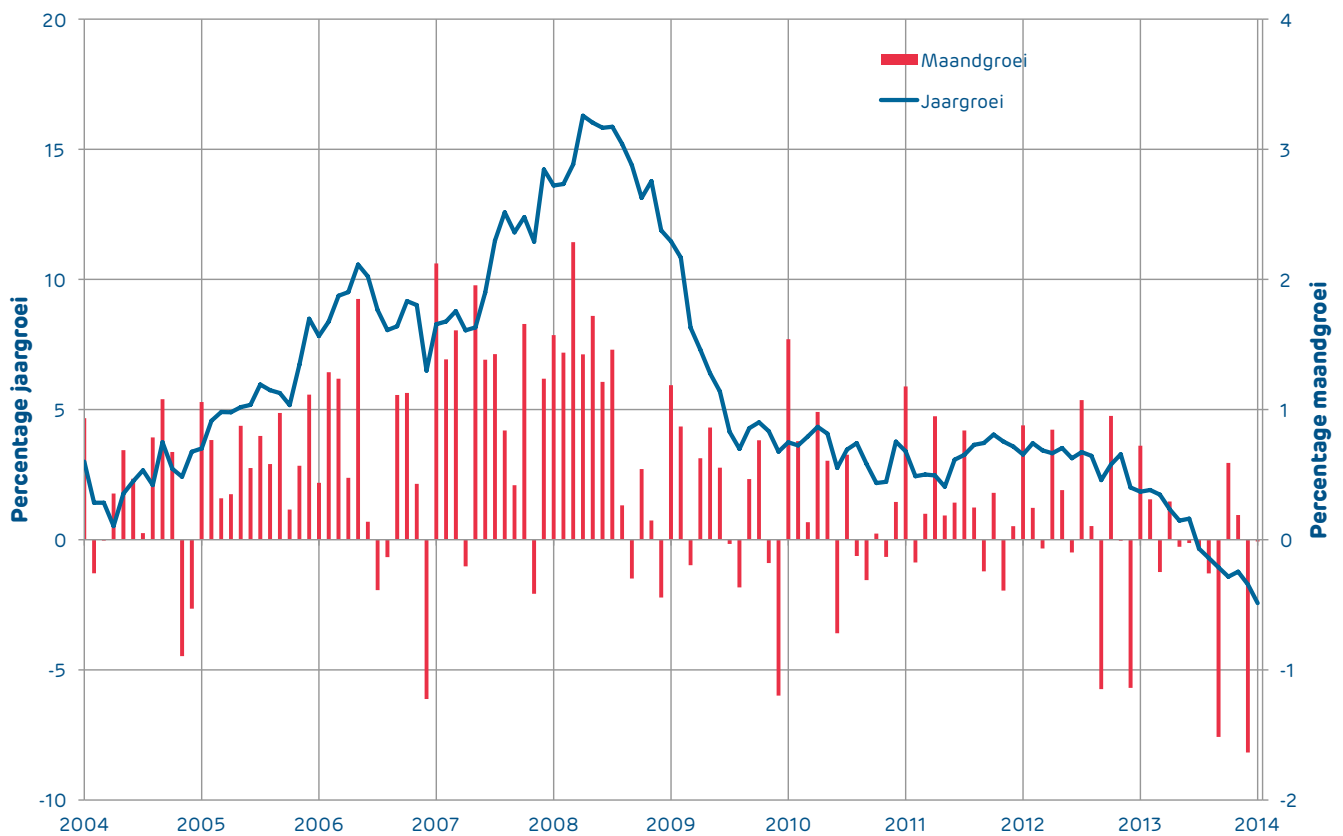
Van groei naar krimp in zakelijke kredietverlening

MKB ondernemingen maken in hoofdzaak gebruik van bancaire leningen (Commissie Hoek, 2013). De zakelijke kredietverlening in Nederland gedurende de crisis blijven groeien (Baarsma, Kerste en Tewes, 2009; Taskforce Kredietverlening, 2010) en ligt nog altijd boven de kredietgroei in Frankrijk, Duitsland en het Eurogebied (zie Figuur 4). Pas vanaf juli 2013 krimpt de jaarlijkse zakelijke krediet-

verlening in Nederland (zie Figuur 5). De zakelijke kredietverlening kan niet worden verfiend naar kleinbedrijf, middenbedrijf en grootbedrijf. Er loopt een initiatief om hier in 2014 mogelijk verandering in aan te brengen. De cijfers ontbreken echter vooralsnog. Het enige wat mogelijk is om verschillende obligoklassen te onderscheiden. Er wordt dan verondersteld dat kleinere leenbedragen tot 1 miljoen euro in de regel bestemd zijn voor MKB ondernemingen.



Figuur 4: Groei van de zakelijke kredietverlening door banken in Duitsland, Frankrijk, Nederland en het Eurogebied aan niet-financiële bedrijven in het Eurogebied, gecorrigeerd voor securitisaties en breuken, gedurende de periode januari 2010 tot en met januari 2014. ECB rapport deze gecorrigeerde cijfers pas vanaf januari 2010. Het jaargroeicijfer is de groei ten opzicht van de overeenkomstige periode in het voorgaande jaar, uitgedrukt in procenten. De gegevens van het eurogebied betreffen een wisselende samenstelling. In de beschouwde periode is alleen Estland tot het eurogebied toegetreden en wordt meegerekend vanaf januari 2011. Bron: ECB Balance Sheet Items (afkomstig van <http://sdw.ecb.europa.eu/>).



Figuur 5: Groei van de zakelijke kredietverlening door Nederlandse banken aan niet-financiële bedrijven in Nederland, gecorrigeerd voor securitisaties en breuken, gedurende januari 2004 tot en met januari 2014. Het jaargroei cijfer is de groei ten opzichte van de overeenkomstige periode in het voorgaande jaar, uitgedrukt in procenten. Een maandgroei cijfer is de groei ten opzichte van de vorige maand, uitgedrukt in procenten. Bron: De Nederlandsche Bank (DNB, <http://www.statistics.dnb.nl/>).

Kredietverlening in kleinere obligoklassen

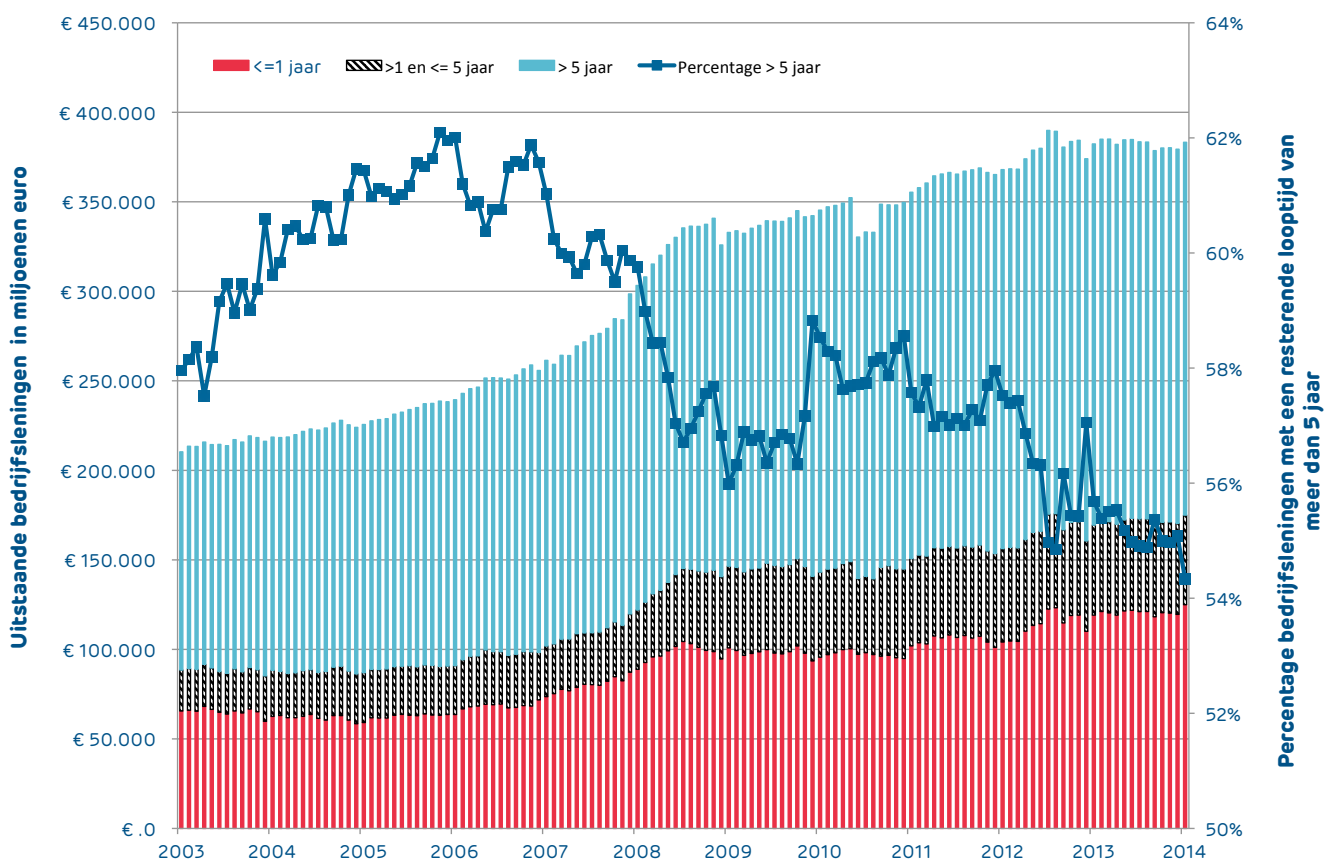
In de kleine obligoklassen is al vanaf medio 2012 een stagnatie in kredietgroei opgetreden (Commissie Hoek, 2013). Er is daarbij sprake van een afnemende vraag naar kredieten door de economische crisis. De financierbaarheid van het MKB aan de onderkant (lening volumes tot 250.000 euro) staat ter discussie. Uit cijfers van de drie grootbanken (ING, Rabobank, ABN Amro) blijkt dat het bedrag aan uitstaande leningen tot 250.000 euro gedurende de periode 2010 tot 2012 met 11% is gekrompen. Dit is 3,5% per jaar (Stuurgroep Kredietverlening, 2013). Ook de Taskforce Kredietverlening (2010) had al eerder een lagere groei van uitstaande leningen in dit segment gesignaleerd in

verhouding tot hogere leenvolumes. In het eerste kwartaal van 2010 was er een vermindering van 20% nieuwe bankleningen beneden 250.000 euro ten opzichte van het derde kwartaal 2008. Hieruit blijkt volgens de commissie dat banken relatief soepel zijn omgesprongen met verzoeken vanuit het MKB tot uitstel van aflossingen en herfinancieringen zodat het totaal uitstaande leningen overeind is gebleven (Taskforce Kredietverlening, 2010). Ook verschaffen banken nog wel tijdelijke verliesfinanciering aan MKB bedrijven in krimpende sectoren (Commissie Hoek, 2013). Vooral de vermogenspositie is door het MKB verder uitgehold en kent relatief veel betalingsachterstanden (DNB, 2014). Borgstellingen en garantieregelingen van de overheid zijn door banken en

ondernemers verwelkomd. Er bestaat vooralsnog voldoende onbenutte ruimte onder de bestaande regelingen (Commissie Hoek, 2013). Deze regelingen zullen in Hoofdstuk 3 nader worden besproken. De EIB is de afgelopen actief geweest om de kredietverlening aan het Nederlandse MKB via de grote Nederlandse banken (o.a. ABN Amro, ING, Rabobank, NIB Capital en Friesland Bank) te ondersteunen.

De invloed van verscherpte regelgeving op kredietverlening

Banken hebben te maken met verscherpte kapitaal- (CRD IV) en liquiditeitseisen door Basel III. Leenvoorwaarden zijn aangescherpt en banken verzoeken om extra zekerheidsstelling door MKB ondernemingen (DNB,



Figuur 6: Bedrag aan uitstaande leningen van Nederlandse banken aan niet-financiële bedrijven in het Eurogebied gesplitst naar resterende looptijd (tot en met 1 jaar, van 1 jaar tot en met 5 jaar en langer dan 5 jaar) in miljoenen euro. Het percentage bedrijfsleningen met een resterende looptijd langer dan 5 jaar is uitgedrukt als een percentage van de totaal uitstaande bedrijfsleningen in de desbetreffende maand. De gegevens van het Eurogebied betreffen een wisselende samenstelling. Bron: ECB Balance Sheet Items (afkomstig van <http://sdw.ecb.europa.eu/>).

2014). Ook zijn banken voorzichtiger geworden met betrekking tot de omvang leningen met langere looptijd (zie Figuur 6). Dit is begrijpelijk gelet op de maatschappelijke wens tot een veiliger bankwezen. Echter, dit kan ten koste gaan van economische groei. Een balans dient te worden gevonden. Enerzijds zijn banken geen doorgeefluik van kredieten waar elke MKB onderneming terecht moet kunnen. Anderzijds moeten MKB ondernemingen met groeiambities van financiering worden voorzien. In Nederland is door KPMG (2012) onderzocht wat de stapeffecten zijn van de vier meest ingrijpende maatregelen (Basel III, bankenbelasting, ex ante depositogarantiestelsel en bail in debt) op het Nederlandse bankwezen. De conclusie van het rapport is

dat banken hun balans gedwongen zullen moeten laten krimpen (afhankelijk van beschikbaarheid van lange termijnfinanciering voor de banken zelf). Het bedrag kan oplopen tot 250 tot 300 miljard euro. Klanten met een hoger risicoprofiel (zoals MKB bedrijven die doorgaans geen rating hebben) en klanten die minder zekerheden kunnen bieden zullen worden geconfronteerd met een krappere financieringsmarkt en hogere kosten. Deze verwachting wordt gedeeld door de Commissie Hoek (2013) en De Nederlandsche Bank (DNB) (2014). Uit recent onderzoek naar de effecten van regelgeving op bancaire kapitaalopbouw blijkt dat de groei van het kredietaanbod in de periode tot 2019 in drie van de vier doorgerekende scenario's achterblijft bij de groei in

de kredietvraag (Hebbink, Kruidhof en Slingenberg, 2014). De verwachting is dat kredietverlening aan MKB ondernemingen relatief hard zullen worden getroffen. Uit de meest recente SME's Access to Finance Survey (SAFE) van de Europese Unie (2013a) blijkt dat Nederland samen met Griekenland de meeste afwijzingen (31%) van kredietaanvragen kent (vraag 7b; Europese Unie, 2013a). Klaas Knot, president van De Nederlandsche Bank, heeft recent opgeroepen tot een actieplan om MKB ondernemingen makkelijker aan een lening te helpen (Het Financieele Dagblad, 14 maart 2014).

De prijs van krediet

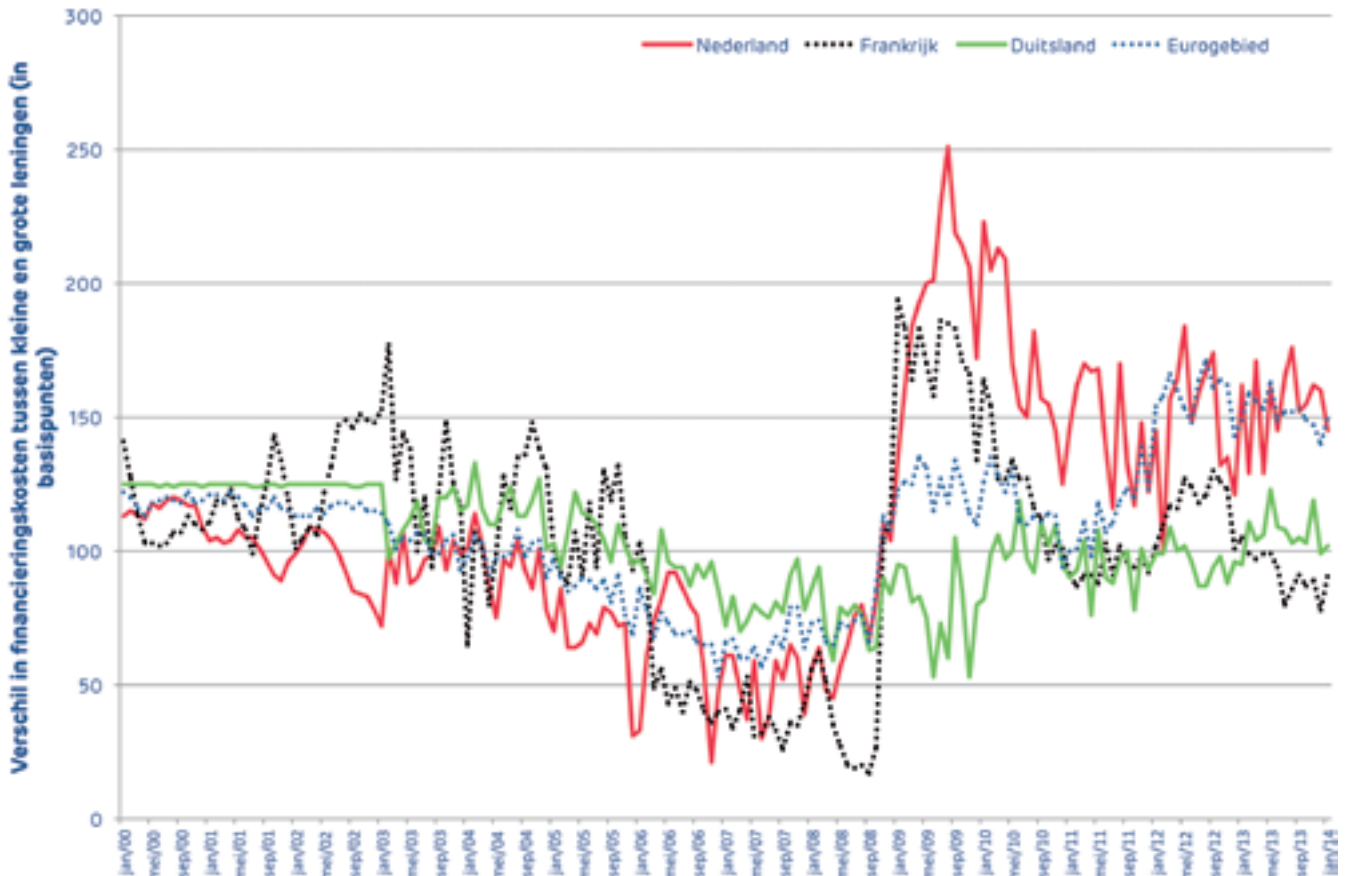
De rente die MKB bedrijven op een lening moeten betalen bestaat uit de financieringskosten van de bank en individuele klantopslag. De financieringskosten van de bank zelf worden bepaald door een referentietarief op de financiële markten en zijn inclusief een risico opslag die mede afhankelijk is van de financiële positie van de bank (Boonstra en Groeneveld, 2010). Daar bovenop komt een individuele klantopslag afhankelijk van de kredietwaardigheid van de MKB onderneming en geboden onderpand. Toekomstige kasstromen ofwel terugverdien capaciteit spelen ook een grote rol bij het beoordelen van de kredietaanvraag. Daarnaast is er soms sprake van provisies. Voor kleinere leenbedragen ligt de opslag in de regel hoger dan voor groter leenbedragen. Dit kan deels worden verklaard doordat de beoordelings- en beheerskosten van kleinere kredieten voor de bank zwaar wegen in verhouding tot de omvang van het krediet. Bij kleinere MKB ondernemingen is bovendien sprake van minder mogelijkheden tot omzetspreiding, meer persoonsafhankelijkheid en een minder professionele organisatie die het voor de bank soms ook lastig maken om de risico's adequaat in te schatten.

CPB (2014) rapporteert dat de rente op kleine leningen in Nederland in internationaal perspectief hoog is. Figuur 7 toont het verschil in bankfinancieringskosten in basispunten tussen leenbedragen boven 1 miljoen euro en leenbedragen beneden 1 miljoen euro. Dit verschil is niet terug op het niveau van voor de crisis. Ook is het verschil in Nederland groter dan in Duitsland en Frankrijk. Het CPB rapporteert dat dit verschil in financieringskosten in 2010 in Nederland zelfs hoger lag dan in Spanje (CPB, 2013; CPB, 2014).

Een stijgend percentage MKB ondernemingen heeft betalingsachterstanden van minimaal 90 dagen en zit bij de afdeling bijzonder beheer van Nederlandse banken (Het Financieele

Dagblad, 29 juli 2013). Medio 2013 ging het daarbij om iets meer dan 6 procent van het totale leenvolume uitstaand bij MKB bedrijven (Hebbink, Kruidhof en Slingenberg, 2014).

Banken moeten meer kapitaal aanhouden voor dergelijke probleemkredieten. Banken doen daarbij niet langer aan kruislingse subsidiëring en risico' moeten per product vandaag de dag in de prijs tot uitdrukking worden gebracht. Dit is in de periode voor de financiële crisis niet altijd voldoende gebeurd waardoor MKB ondernemingen volgens de banken gewend geraakt zijn aan te goedkope kredieten (DNB, 2014). Daarnaast hebben banken zelf te maken met hogere financieringskosten die worden doorberekend. Het is volgens CPB (2014) denkbaar dat MKB ondernemingen voor langere periode zullen worden geconfronteerd met hogere bankfinancieringskosten door extra regelgeving (Bazel III) en gedragsveranderingen bij banken. Omdat de marges op MKB leningen laag zijn en de risico's relatief hoog is een bepaalde schaalgrootte nodig voor nieuwe toetreders. Dit maakt toetreding voor buitenlandse banken onaantrekkelijk (Het Financieele Dagblad, 29 juli 2013).



Figuur 7: Verschil in bankfinancieringskosten (in basispunten) gedurende januari 2000 tot en met januari 2014 in Nederland, Frankrijk, Duitsland en de het Eurogebied. Het verschil in bankfinancieringskosten is bepaald door de rentepercentage verbonden aan nieuwe leningen tot en met 1 miljoen euro (kleine leningen) af te trekken van de rentepercentage van nieuwe leningen boven 1 miljoen euro (grote leningen). De rentepercentages zijn gebaseerd op alle rentebetalingen, exclusief overige kosten. De rentepercentages op nieuwe contracten worden berekend door het gemiddelde te nemen (gewogen naar de omvang van nieuwe contracten) van de rentes van rapporterende banken. Bron: ECB MFI Interest Rate Statistics (afkomstig van <http://sdw.ecb.europa.eu/>) en De Nederlandsche Bank (DNB).

Veranderende rol van banken in het MKB financieringslandschap

In de SAFE enquête wordt om de twee jaar ook gevraagd welke financieringsbron MKB ondernemingen de komende twee tot drie jaar bij voorkeur gebruiken ter financiering van groei (vraag 20). De fractie van Nederlandse MKB ondernemingen die aangeeft hiertoe bankleningen te gebruiken is in Nederland sterk afgenomen van 70% in 2011 tot 51% in 2013. Dit terwijl MKB ondernemers in omliggende landen onveranderd naar de bank gaan om hun groei te financieren. De belangstelling voor extern eigen vermogen is in Nederland verdubbeld tot van 2,3% in 2011 tot 4,6% in 2013. Hiermee ligt het percentage nu iets hoger dan het gemiddelde voor het Eurogebied

(4,3%). Hetzelfde geldt voor mezzanine financiering zoals achtergestelde leningen. In Nederland is de animo voor dergelijke financieringsinstrumenten verdubbeld van 5,4% in 2011 tot 9,7% in 2013. Kijkend naar deze resultaten blijkt de weg naar een verbreding van financieringsbronnen (al dan niet noodgedwongen) te zijn ingeslagen. Banken kunnen hierbij helpen door samenwerking te zoeken met en/of door te verwijzen naar andere financiers. Hierdoor kan het weerstandsvermogen van MKB ondernemingen worden vergroot en daarmee ook de kansen op bancair krediet. De volgende sectie zal deze financieringsbronnen buiten de bank verder toelichten.

3 FINANCIERING BUITEN DE BANK OM

CROWDFUNDING

Wat is crowdfunding?

Crowdfunding staat volop in de media belangstelling als alternatieve financieringsbron voor (startende) MKB ondernemingen.⁶ Ook beleidsmakers hebben crowdfunding in het vizier als een mogelijke oplossing voor financieringsknelpunten bij startende en innovatieve ondernemingen (zie

bijvoorbeeld http://ec.europa.eu/internal_market/finances/crowdfunding/). Crowdfunding betreft het via een Internet platform ophalen van geld bij het grote publiek (de "crowd") die al met kleine geldbedragen kunnen deelnemen. Dit alles gebeurt zonder de tussenkomst van een financiële intermediair. Er is dus direct contact tussen de initiatiefne-

mer en de financiers ("crowdfunders"). Veelal wordt daarbij een alles of niets benadering gevolgd: of het beoogde geldbedrag wordt volledig opgehaald of de crowdfunding campagne wordt zonder succes beëindigd. Er wordt onderscheid gemaakt tussen vier modellen van crowdfunding.

Vier crowdfunding modellen

1. *Doneren (donation-based model)*

Dit model draait om het doneren van geld zonder tegenprestatie. Het wordt toegepast door platforms gericht op kunst en cultuur en goede doelen. Nederlandse voorbeelden zijn 1%CLUB (<https://onepercentclub.com/nl/>) en PifWorld (<https://www.pifworld.com/nl/>) ter sponsoring van non-profit projecten in o.m. ontwikkelingslanden. GeefSamen (<http://www.geef.nl/>) of Doneermeer (<http://doneermeer.nl/>) zijn platforms waar iedereen een goed doel kan aanmelden om te proberen online donateurs te werven.

2. *Beloning en voorverkoop (reward-based model)*

In dit model wordt geld opgehaald waarbij de geldverstrekkers een beloning in natura (meestal een product of dienst) krijgen geleverd. Het kan door (startende) ondernemers worden gebruikt om geld op te halen bij mensen die belangstelling hebben voor een nog te ontwikkelen product of aan te bieden dienst. Door voldoende mensen enthousiast te maken over het nieuwe product, en ze soms zelfs te betrekken bij de ontwikkeling daarvan, kan het geld wat nodig is om het product te ontwikkelen en/of in productie te nemen bijeen worden gebracht. Bovendien worden hiermee bevlogen ambassadeurs geworven. Dit crowdfunding model biedt door de voorverkoop van de producten tevens een markttoets. Alleen indien er ruime vraag naar het product bestaat zullen voldoende mensen bereid zijn om in ruil voor toekomstige levering van het product vooraf geld in de ontwikkeling en/of productie daarvan te steken. De beoogde markt voor het product moet dan wel groot genoeg zijn om voldoende betalende klanten te laten resteren die in de periode nadat het product op de markt is gebracht het tegen de reguliere prijs willen kopen. Het model is succesvol toegepast door platforms zoals Kickstarter in de Verenigde Staten waar in maart 2014 al meer dan \$1 miljard is opgehaald ter financiering van creatieve projecten. Kickstarter heeft ook plannen om in 2014 dit model in Nederland te introduceren (<https://www.kickstarter.com/netherlands>). Share2Start (<http://www.share2start.com/>) biedt in Nederland ook de mogelijkheid tot financiering via voorverkoop. SEEDS (<https://www.seeds.nl>) is het crowdfunding platform van ABN Amro en richt zich op sociale startups. De geldverstrekker krijgt hier beloning in natura en/of ontvangt een uitkering afhankelijk van de omzetontwikkeling van de onderneming

3. *Lenen (lending-based model)*

Het gaat hier om het voor een bepaalde termijn uitlenen van geld aan een bedrijf of particulier (het zogeheten Peer-to-Peer (P2P) lending). Het gezochte leenbedrag wordt bijeen gebracht door een grote groep mensen. MKB ondernemers kunnen op deze wijze kleine leningen met korte tot middellange looptijd aantrekken ter financiering van o.a. werkkapitaal, kapitaalgoederen en bedrijfsovernames van beperkte omvang. De onderneming betaalt eventuele afsluitkosten en een (periodieke) rentevergoeding aan de investeerders. Aan het einde van de looptijd dient de volledige hoofdsom te zijn terugbetaald. Een voorbeeld betreft ZOPA (<https://www.zopa.com>). Dit platform biedt Britse MKB ondernemingen van minstens twee jaar oud de mogelijkheid om kleine leenbedragen tussen £1.000 en £20.000 aan te trekken met een looptijd variërend van 2 tot 5 jaar. De betalen rente en kosten op een lening van £20.000 voor vijf jaar kwamen in maart 2014 uit op 11,7% per jaar. In Nederland zijn er o.a. de platforms CrowdAboutNow (<https://www.crowdaboutnow.nl>),

⁶ Zie bijvoorbeeld de uitzending van het NOS Journaal van 14 januari 2014 en de uitzending van De Wereld Draait Door van 17 januari 2014.

GeldvoorElkaar (<http://www.geldvoorelkaar.nl>), We Komen Er Wel (<http://www.wekomenerwel.nl/>) en Fundyd (<https://www.fundyd.nl>) waar (startende) MKB ondernemers terecht kunnen voor (obligatie-)leningen. Andere Nederlands platforms zoals Share2Start (<http://www.share2start.com/>) en OnePlanetCrowd (<http://www.oneplanetcrowd.nl/>) richten zich in het bijzonder op sociale, duurzame en innovatieve ondernemers en projecten. In sommige gevallen kan de investeerder naast de te ontvangen financiële beloning ook in aanmerking komen voor extra beloningen in natura (zoals het gratis ontvangen van een product of dienst indien meer dan een bepaald bedrag wordt geïnvesteerd).

4. *Eigen vermogen (equity-based model)*

Dit betreft het aantrekken van eigen vermogen via crowdfunding. De investeerders worden door aandelen in de onderneming te kopen mede-eigenaar van die onderneming. Ze profiteren daarmee van de toekomstige waardestijging van de onderneming en hebben recht op eventueel dividend dat in de toekomst zou kunnen worden uitgekeerd. Het crowdfunding platform Symbid (<http://www.symbid.nl/>), richt zich exclusief op het deelnemen in het aandelenkapitaal van startende en groeiende ondernemingen in Nederland. Ook wordt deze mogelijkheid geboden bij We Komen Er Wel (<http://www.wekomenerwel.nl/>), Share2Start (<http://www.share2start.com/>) en CrowdAboutNow (<https://www.crowdaboutnow.nl/>).⁷ Leapfunder (<http://www.leapfunder.nl/>) richt zich op technologische starters en hanteert een methode waarbij investeerders een obligatielening (convertible note) verstrekken die later in gecertificeerde aandelen wordt omgezet zodra duidelijk wordt wat de onderneming waard is. Ook bij het aantrekken van eigen vermogen kan in sommige gevallen de investeerder additionele beloningen in natura bovenop het rendement ontvangen indien zijn/haar investering van voldoende omvang is (zoals het gratis ontvangen van een product of dienst).

De omvang van de crowdfunding markt

Massolution (<http://www.massolution.com/>) is een Amerikaans adviesbureau en publiceert jaarlijks een statistisch overzicht van de omvang van de crowdfunding markt wereldwijd. Het meest recente jaaroverzicht op dit moment dateert van 2012. In dat jaar werd er wereldwijd \$2,67 miljard opgehaald waarvan \$1,61 miljard in de Verenigde Staten en \$945 miljoen in Europa (Massolution, 2013). Van de \$2,67 miljard kwam 16,9% terecht bij ondernemingen. Uitgesplitst naar de bovenstaande modellen werd er in 2012 \$1,6 miljard opgehaald door platforms die zich richten op donaties en beloningen/voorverkoop (modellen 1 en 2 in de lijst), \$1,4 miljard door platforms die zich richten op leningen (model 3 in de lijst) en \$116 miljoen door platforms die ondernemingen de mogelijkheid bieden om eigen vermogen aan te trekken (model 4 in de lijst). De groei van de crowdfunding markt is exponentieel. Ten opzichte van 2011 is de crowdfunding markt wereldwijd met 87% gegroeid. In 2013 heeft Massolution een marktomvang van \$5,1 miljard wereldwijd voorspeld

wat een bijna een verdubbeling van de markt zou inhouden (Massolution, 2013).

Douw & Koren is een Nederlands adviesbureau op het terrein van crowdfunding (<http://www.douwenkoren.nl/>). Ze verzamelen sinds 2010 gegevens over crowdfunding in Nederland. In de beginjaren was crowdfunding van zeer beperkte omvang. In 2010 werd een 0,5 miljoen euro opgehaald en in 2011 2,5 miljoen euro. De groei is daarna echter explosief. In 2012 werd er 14 miljoen opgehaald. In 2013 verdubbelde het bedrag van 2012 en werd er voor 32 miljoen euro opgehaald door 1.250 projecten (Douw & Koren, 2014). Er ging 1,3 miljoen naar goede doelen, 2,9 miljoen naar creatieve projecten en 27,8 miljoen euro naar 367 bedrijven. Dit kwam neer op gemiddeld 75.000 euro per onderneming. Het gaat daarbij niet alleen om kleine bedragen die ondernemingen ophalen (Panteia, 2013a). Zo haalde de nieuwe zorgverzekeraar Anno 2012 in april 2013 een bedrag van 600.000 euro op door obligaties te verkopen aan een aantal honderdtal investeerders via CrowdAboutNow (<https://www.crowdaboutnow.nl/>). Hierbij

dient wel te worden vermeld dat het grootste deel van de projecten er niet in slaagt om het gewenste bedrag via crowdfunding op te halen (Commissie de Swaan, 2011).

In Nederland zijn momenteel tien crowdfunding platforms gericht op bedrijfsfinanciering. Dit wordt ook aangeduid met de naam crowdfinance. Zie Tabel 13 voor een overzicht. Het rendement voor financiers is lastig vast te stellen (Douw & Koren, 2013a). CrowdAboutNow (<https://www.crowdaboutnow.nl/>) maakt op haar website in maart 2014 melding van een gemiddeld rendement van 5,6% per jaar. Tabel 14 geeft een overzicht van de ontwikkeling van crowdfinance in Nederland over de tijd. Douw & Koren (2013a) voorspelt een totaal geïnvesteerd bedrag van 85 miljoen euro in 2014 en 255 miljoen euro in 2015. Hiermee zou crowdfinance uitgroeien tot een volwassen financieringsbron voor (startende) MKB ondernemingen (Douw & Koren, 2013a). In februari 2014 is er ook een branchevereniging Nederland Crowdfunding (<http://www.nederlandcrowdfunding.nl/>) opgericht die de zich richt op de bevordering van crowdfunding voor bedrijfsfinanciering.

⁷ Zie Douw & Koren (2013a, pagina 34) voor een volledig overzicht van de Nederlandse crowdfunding platforms.

	Lening	Aandelen	Omzetsdeling	(Extra) Beloning
CrowdAboutNow	X	X		X
Fundyd	X			
Geldvoorelkaar	X			
Leapfunder		X		
Oneplanetcrowd	X	X		X
Seeds			X	X
Share2Start	X	X		X
Sprowd			X	
Symbid		X		X
WeKomenErWel	X	X		

Tabel 13: Overzicht van Nederlandse crowdfinance platforms. Gebaseerd op Douw &Koren (2013a, pagina 12). Leapfunder is aan het overzicht toegevoegd.

	2010	2011	2012	2012*	2013	2014	2015
Aantal succesvolle financieringen	5	28	118	117	367	1062	3186
Totaal geïnvesteerd bedrag	50k euro	875k euro	11.400k euro	4.400k euro	27.800k euro	85.000k euro	255.000k euro
Gemiddeld bedrag per onderneming	10k euro	31,25k euro	97k euro	38k euro	75k euro	80k euro	80k euro

Tabel 14: Overzicht crowdfinance in Nederland. Gerealiseerde cijfers van 2010 tot en met 2013 (afkomstig uit Douw&Koren (2013a) voor de jaren 2010-2012 en Douw&Koren (2014) voor 2013). Schattingen voor 2014 en 2015 (afkomstig van Douw&Koren (2013a, pagina 19)). In 2012* is er een aanpassing gedaan voor de 7 miljoen euro opgehaald door de onderneming De Windcentrale ter financiering van de aanschaf van twee windmolens.

De bekendheid met crowdfunding en relatie tot andere investeerders

Crowdfunding wint ook in Nederland aan bekendheid. In een enquête uitgevoerd onder 1.153 Nederlanders tussen 15 en 70 jaar in augustus 2013 bleek dat 48% van de respondenten wel eens gehoord had van crowdfunding (Douw & Koren, 2013b). Onder de personen die bekend waren met het fenomeen crowdfunding was 57% van mening dat crowdfunding een goed alternatief biedt voor bancaire financiering. De belangrijkste reden om als investeerder te participeren in crowdfunding is dat er de behoefte bestaat minder afhankelijk te worden van bankleningen, het betrokken kunnen raken bij interessante ondernemingen en het met relatief kleine bedragen kunnen deelnemen (Douw & Koren, 2013b). De beslissing om al dan niet geld te investeren is gebaseerd op de indruk die de investeerder heeft van de onderneming en/of ondernemer. Zakelijke overwegingen nemen de overhand bij het bepalen van de hoogte van de financiële bijdrage (Nationaal Crowdfunding Onderzoek, 2013).

Uit een onderzoek van Berenschot (2014) blijkt dat dat crowdfunding door 6% van de 341 deelnemende (niet alleen MKB-) ondernemers wordt genoemd als een financieringsbron voor 2014. Ook het ING Economisch Bureau (2013) ziet een beperkt maar groeiend gebruik van crowdfunding onder 1.138 geënquêteerde MKB ondernemingen met minder dan 250 werknemers. Een derde van het kleinbedrijf vindt crowdfunding een goed alternatief voor bankfinanciering tegenover een kwart van het middenbedrijf (ING Economisch Bureau, 2013).

Ook wordt crowdfunding als een interessant nieuw fenomeen aange merkt in een zestal interviews met durfkapitalisten uitgevoerd door Tornado Insider (2013). De durfkapitalisten gaven aan dat crowdfunding een goede financieringsbron kan zijn voor ondernemingen die in de vroege ontwikkelingsfase op zoek zijn naar relatief kleine bedragen (tot 50.000 euro) maar niet meteen een dominante aandeelhouder aan boord willen.

Het geld kan dan worden gebruikt voor het bouwen van een prototype of om een patent te kunnen indienen. Deze ondernemingen zijn voor het merendeel van investeringsfondsen nauwelijks of niet interessant gelet op het kleine investeringsbedrag. Door durfkapitalisten werden wel een aantal problemen genoemd voor zowel ondernemers (opgehaalde bedragen worden niet uitbetaald) en investeerders (geen invloed en teleurstellende rendementen).

Panteia (2013) verwacht dat crowdfunding platforms op korte termijn enkele tientallen miljoenen euro's aan financiering zouden kunnen verstrekken in het bijzonder aan ondernemingen met een financieringsbehoefte tot 250.000 euro. Een uitdaging voor crowdfunding is om aansluiting te vinden bij andere aanbieders van financiering zoals informele investeerders (Panteia, 2013a). KplusV (2013) heeft in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken hier onderzoek naar gedaan. Uit een enquête afgenomen tussen december 2012 en

maart 2013 onder informele investeerders blijkt dat het overgrote deel van de informele investeerders (85%) is bekend met crowdfunding maar dat slechts een zeer beperkt deel (10%) zelf heeft geïnvesteerd via crowdfunding platforms. Hierbij gaat het dan vaak om kleine bedragen.

De meeste informele investeerders staan positief tegenover crowdfunding (KplusV, 2013). Er worden echter ook nadelen genoemd. Zo kan door crowdfunders nauwelijks invloed kan worden uitgeoefend op de onderneming (bijvoorbeeld wat gebeurt er als de onderneming het opgehaalde bedrag niet gebruikt voor de gestelde doelen?). Dit nadeel werd eerder ook genoemd door durfkapitalisten (Tornado Insider, 2013). Crowdfunding zou vanuit het perspectief van informele investeerders aantrekkelijk zijn om aan deel te nemen als co-investeerder indien zij ook een bepaalde mate van invloed zouden kunnen uitoefenen op de onderneming.

Een ander aandachtspunt volgens informele investeerders is dat er veel crowdfunding platforms zijn die hun bestaansrecht nog onvoldoende hebben bewezen en te klein van omvang zijn. Ook Douw & Koren (2013a) signaleert het probleem dat crowdfunding platforms in Nederland klein van omvang zijn en zelf moeite hebben om hun groei te financieren. Een mogelijke oplossing betreft het activeren van onervaren informal investors die zichzelf onder leiding van een meer ervaren informele investeerder zouden kunnen verenigen in een investeringsfonds met als doel te investeren in bedrijven onder meer via crowdfunding (KplusV, 2013). Dit zou kunnen leiden tot "super crowdfunders" die grotere bedragen kunnen inleggen dan de gemiddelde crowdfunder (maar nog altijd minder dan de bedragen die een informele investeerder gemiddeld inbrengt). Op deze manier zou meer kapitaal kunnen worden gemobiliseerd met als resultaat dat bedrijven ook grotere

bedragen via crowdfunding kunnen ophalen. Het herintroduceren van een Tante Agaath regeling waarbij particuliere investeerders fiscaal gunstig kunnen investeren in startende ondernemingen zou een dergelijk initiatief kunnen versterken (KplusV, 2013). Douw & Koren (2013a) komt tot een soortgelijke aanbeveling. Daarnaast komt Douw & Koren (2013a) tot de aanbeveling om investeringen via crowdfunding te laten matchen door de overheid vanuit een fonds. In Engeland is gekozen voor een dergelijke opzet. Een dergelijk fonds (eventueel aangevuld met private financiering)

zal MKB ondernemers in staat te stellen om ook grotere bedragen op te halen via crowdfunding. Er is ook de behoefte aan meer duidelijke regelgeving omtrent crowdfunding. Voor ondernemers, financiers en platform eigenaren is niet altijd voldoende duidelijk welke regels van toepassing zijn (Douw & Koren, 2013a). De Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandse Bank (DNB) zijn hiermee belast. Medio 2013 beschikten twee crowdfunding platforms (GeldvoorElkaar en CrowdAboutNow) in Nederland over een AFM vergunning (Panteia, 2013a).

**Samengevat:
Crowdfunding is een alternatieve financiersbron voor (startende) MKB ondernemingen. Het kan worden ingezet om via voorverkoop van (nog te ontwikkelen) producten, uitgifte van (obligatie-)leningen met korte tot middellange looptijd of uitgifte van aandelen geld aan te trekken bij het grote publiek. Douw & Koren (2013a) voorspelt dat het opgehaalde bedrag aan crowdfunding voor bedrijfsfinanciering, het zogeheten crowdfinance, 255 miljoen euro zal bedragen in 2015.**

KREDIETUNIES

Hoe werken kredietunies?

Kredietunies zijn voor Nederland een nieuw fenomeen maar bestaan in veel andere landen al geruime tijd (voor een overzicht zie WOCCU, 2013). Bij een kredietunie is sprake van een coöperatieve vereniging zonder winstoogmerk voor en door ondernemers in een bepaalde branche of regio. De ondernemers zijn de leden van de coöperatie en kopen een lidmaatschapsdeel in de kredietunie en kunnen daarnaast spaargeld (soms ten onrechte in discussies aangemerkt als "eigen vermogen") deponeren (Duffhues en Camdzic, 2012). Er zijn kapitaalverstreckende leden en leden die financiering krijgen. Alleen ondernemers die lid zijn van de coöperatie komen voor een lening in aanmerking en alleen ondernemers die lid zijn kunnen financiering verstrekken. Het doel van de kredietunie is om overtollige gelden (spaargeld) van leden in een bepaalde bedrijfstak of regio te gebruiken om tegen zo laag mogelijke kosten leden in diezelfde branche of regio krediet te verschaffen. De aangesloten leden delen samen het rendement en risico verbonden aan de kredietunie. Kennis en ervaring kunnen binnen de kring van leden worden gedeeld door middel van coaching. De leden hebben een uitgesloten aansprakelijkheid. In het buitenland werken kredietunies met spaardeposito's. Deze spaardeposito's vallen doorgaans onder het depositogarantiestelsel. Het bestuur van de coöperatie wordt door de leden op de Algemene Ledenvergadering gekozen en een aparte kredietcommissie beslist in de regel over de toe te kennen kredieten. Het eigen vermogen wordt gedurende de tijd verder opgebouwd door middel van winstinhouding.

Internationale ervaringen met kredietunies

De World Council of Credit Unions (WOCCU) publiceert een jaaroverzicht van kredietunies. Wereldwijd waren er in 2012 55.942 kredietunies actief in 101 landen. Deze kredietunies hadden meer dan 200 miljoen leden en iets meer dan \$1 biljoen aan uitstaande

leningen (WOCCU, 2013). Gemiddeld was in 2012 7,72% van de bevolking tussen 15 en 64 jaar oud lid van een kredietunie. Het is belangrijk op te merken dat kredietunies betrokken in dit overzicht zich niet uitsluitend richten op bedrijfsfinanciering. Kredietunies verstrekken ook (hypothecaire) leningen aan particulieren.

Kredietunies zijn wijdverbreid in de Verenigde Staten en Canada. In de Verenigde Staten is maar liefst 45,4% van de bevolking (95 miljoen mensen; niet alleen ondernemers) lid van een kredietunie (WOCCU, 2013). Kredietunies bestaan in de Verenigde Staten dan ook al sinds 1934. In West-Europa spelen kredietunies alleen een rol van betekenis in Ierland en Engeland (WOCCU, 2013).

In de Verenigde Staten hebben kredietunies hun nut bewezen. Zo blijkt uit onderzoek van de National Association of Federal Credit Unions (NAFCU) dat Amerikaanse kredietunies met hun besloten karakter goedkoper werken dan banken en dat deze voordelen worden gedeeld met leden in de vorm van hogere spaarrentes en lagere leenrentes (NAFCU, 2013). Wel moeten worden opgemerkt dat kredietunies in de Verenigde Staten niet belastingplichtig zijn (Duffhues en Camdzic, 2012). NAFCU presenteert ook een aantal cijfers over de zakelijke kredietverlening door kredietunies in de Verenigde Staten. MKB ondernemingen kunnen bij 31% van de kredietunies terecht voor een bedrijfslening. Kredietunies mogen maximaal 12,25% van hun activa hebben uitstaan in de vorm van bedrijfsleningen. Uit de statistieken blijkt dat kredietunies gedurende de periode 2007 tot 2013 hun zakelijke kredietverlening met 77,7% hebben uitgebreid. Dit terwijl de zakelijke kredietverlening bij banken in diezelfde periode met 14,3% gedaald is. Kredietunies verstrekken doorgaans kleinere leningen dan banken. Zo heeft 59,5% van de verleende bedrijfsleningen door kredietunies een leenbedrag beneden \$1 miljoen tegen 24% bij Amerikaanse banken (NAFCU, 2013).

Ontwikkelingen in Nederland

Het Nederlandse kleinbedrijf (tot 50 werknemers) ervaart problemen om bankleningen te verkrijgen (Panteia, 2013b). Voor banken zijn de beheers- en behandelkosten voor deze kleine leenbedragen relatief hoog. Uit het rapport van de Stuurgroep Kredietverlening (2013) blijkt dat het aantal uitstaande kredieten in de obligoklasse tot 250.000 euro van 2010 tot 2012 met 11% (3,5% per jaar) is gedaald. Kredietunies verenigen (oud-)ondernemers uit dezelfde bedrijfstak of regio. De aanname is dat ondernemers die actief zijn in dezelfde branche als de kredietnemer zouden in een betere positie moeten verkeren om de kredietrisico's te beoordelen of sneller bereid zijn om een krediet tegen lager rendement te verstrekken. Ook leveranciers en andere stakeholders kunnen bereid zijn om tegen andere risico/rendementsverhoudingen te financieren via de kredietunie, vanwege de risicospreiding, coaching en verbondenheid met de eigen branche of regio.

Op 3 oktober 2013 is de Vereniging Samenwerkende Kredietunies opgericht. <http://samenwerkendekredietunies.nl/>. De Vereniging Samenwerkende Kredietunies is opgericht door 5 kredietunies en is de belangenvereniging en het samenwerkingsverband van kredietunies. Zij heeft als doel het realiseren van effectieve coöperatieve kredietverlening aan het midden- en klein bedrijf in Nederland. Zij vertegenwoordigt de leden richting de overheid en andere partijen, ontwikkelt tools en instrumenten, ondersteunt bestaande en startende kredietunies bij oprichting en groei.

Leden van de Vereniging Samenwerkende kredietunies zijn:

- de Kredietunie Bakkerij Ondernemers (<http://kredietuniebakkerij.nl/>) (reeds kredieten verstreckend)
- Kredietunie Midden-Nederland (<http://www.kredietuniemidden-nederland.nl/>) (reeds kredieten verstreckend)
- Kredietunie Zeeland (<http://kredietuniezeeland.nl/>) (reeds kredieten

verstrekking)

- Kredietunie Brabant (<http://www.kredietuniebrabant.nl/>) (reeds kredieten verstrekking)

Aspirant-leden van de Vereniging zijn

- Mi kredietunie I Amsterdam (reeds kredieten verstrekking)⁸
- Kredietunie Haarlemmermeer <http://www.kredietuniehaarlemmermeer.nl>
- de Kredietunie Mobiliteitsondernemers i.o. (initiatief van BOVAG)
- Kredietunie Visserij i.o.
- Kredietunie Optiek i.o.

Op dit moment kunnen kredietunies in Nederland geen opvraagde gelden zoals spaardeposito's aantrekken. Hiervoor is een bankvergunning vereist (zie ook later in deze sectie). Dit betekent dat in Nederland er vooralsnog geen kredietunies in klassieke vorm bestaan wat betreft het aantrekken van financiële middelen. Wat de overige karakteristieken betreft komen kredietunies die werken met investeren via een gezamenlijke kas (risk sharing model) wel overeen met het klassieke model. Het risico wordt door leden gezamenlijk gedragen, ondernemers worden begeleid en alleen leden kunnen financieren en gefinancierd worden. Nederlandse kredietunies moeten het geld op een andere manier dan via spaardeposito's aantrekken. Een mogelijkheid daartoe is via perpetuele ledencertificaten waarbij de leden van de kredietunie hun vermogen via leden certificaten inbrengen. Het vermogen van kredietunies in Nederland wordt soms ook aangevuld met financiering vanuit gemeenten en provincies.

Een aantal Nederlandse kredietunies richt zich in afwachting van de nieuwe wet en regelgeving vooralsnog op kredietbemiddeling, de zogenaamde community funding. Zo genoemd omdat ook hier alleen de leden kunnen financieren of gefinancierd kunnen

worden. Hierbij worden leden van de kredietunie die bereid zijn krediet te verlenen gekoppeld aan leden die op zoek zijn naar krediet. In dat opzicht is er een overeenkomst met crowdfunding. Het risico wordt in dit model dus niet gespreid tussen de leden van de kredietunie. Zodra de contouren van het nieuwe systeem duidelijk zijn zullen ook deze kredietunies op het risk sharing model overgaan. Een verschil met crowdfunding is dat bij kredietunies de lening alleen wordt voorgelegd aan de leden (de community) en niet aan iedereen en dat eerst een beoordeling van de kredietwaardigheid plaatsvindt door het bestuur of de kredietcommissie van de kredietunie. Panteia (2013a) voorziet dat er de komende jaren een flink aantal Nederlandse kredietunies operationeel zullen worden waarbij op korte termijn het totale bedrag aan verleende kredieten kan oplopen tot enkele tientallen miljoenen euro.

Voor- en nadelen van kredietunies

Duffhues en Camdzic (2012) noemen op basis van een literatuurstudie vier voordelen van kredietunies in vergelijking tot banken: 1. Lagere kosten, 2. Hogere spaarrentes, 3. Minder risico's en 4. Herstel van relatiebankieren waarbij op een meer ondernemende manier wordt gekeken naar de financieringsaanvraag. Zo worden bijvoorbeeld ook ondernemerskwaliteiten in het oordeel betrokken.

Duffhues en Camdzic (2012) zien ook een aantal nadelen van kredietunies. Zo kan er binnen de kredietunie span-

ning ontstaan tussen sparende leden (die een zo hoog mogelijke rente op hun spaargeld wensen) en lenende leden (die een zo laag mogelijke rente op de lening willen betalen). De effectiviteit van kredietunies hangt tevens af van de toezichhouder. Kredietunies in andere landen maken gebruik van vrijwilligers die als onbezoldigde bestuurders en commissarissen optreden, eventueel bijgestaan door betaalde professionals. Dit zorgt voor lage kosten. Er zal door toezichhouders echter wel moeten worden getoetst of deze bestuurders voldoende deskundigheid bezitten.

Onder de huidige wet en regelgeving kwalificeren kredietunies als ze opvoerbare middelen aantrekken als bank. Dit betekent dat ze een bankvergunning nodig hebben en moeten voldoen aan dezelfde Bazel III kapitaalvereisten waaraan banken moeten voldoen. Op 28 februari 2014 is er een concept Initiatiefwet Toezicht Kredietunies gepubliceerd door Tweede Kamerleden van Hijum en Mulder.⁹ Het concept wetsvoorstel stelt voor dat kredietunies vanwege hun beperkte omvang en besloten karakter niet hoeven te voldoen aan de Bazel III kapitaal en liquiditeitseisen waaraan banken moeten wel dienen te voldoen, maar dat hier een separaat toezicht regime voor komt. Ook zouden kredietunies met beheerde activa van minder dan 10 miljoen euro vrijgesteld worden van de DNB vergunningsplicht. Grotere kredietunies zouden wel aan de vergunningsplicht moeten voldoen. In het

Samengevat:

De toekomst van kredietunies in Nederland zal afhankelijk zijn van de nieuwe wet en regelgeving die nu in de maak is. Als die voldoende ruimte biedt kunnen kredietunies obligaties uitgeven en depo-

⁸ miKredietUnie (MILK Kennis & Krediet Coöperatie I U.A.) is sinds 2011 actief en voldoet aan de vereisten van AFM en DNB (<http://mikredietunie.nl/>). De leden van de coöperaties ontvangen een vast rentebedrag op hun risicodragende inleg en daar bovenop een winstdeling. Over 2012 hebben de leden een rendement ontvangen op hun inleg van 5,25%. In 2013 bedroeg het rendement 6,25%. MiKrediet Unie is ook de enige kredietunie die op dit moment naast banken leningen kan verstrekken die onder de Borgstelling MKB Kredieten (BMKB) vallen. Deze overheidsregeling garandeert terugbetaling van maximaal 45% van de lening aan de geldverstrekker.

⁹ Zie <http://www.kredietunienederland.nl/wp-content/uploads/2014/03/20140225-Wetsvoorstel-toezicht-kredietunies-EvH.pdf>

sito's aantrekken, meer beleggers aantrekken en op simpelere wijze doorgroeien naar levensvatbare omvang. Als dit niet zo is zullen kredietunies verder moeten met perpetuele leden certificaten of vrijgestelde beleggingsfondsen en qua omvang waarschijnlijk beperkt blijven. Indien het initiatief wetsvoorstel van de Tweede Kamerleden van Hijum en Mulder wordt goedgekeurd kunnen de kredietunies in Nederland doorgroeien tot een maximum van 100 miljoen euro beheerde activa en 25.000 leden per kredietunie zonder daarbij onderhevig te worden aan dezelfde Bazel III eisen die voor banken gelden. Panteia (2013a) verwacht dat na het aannemen van het wetsvoorstel het totaal bedrag aan verleende kredieten door kredietunies op korte termijn kan oplopen tot enkele tientallen miljoenen euro.

wetsvoorstel is een maximale omvang van een kredietunie vastgesteld op 100 miljoen euro aan beheerde activa en 25.000 leden. Bij een grotere omvang worden ze als bank gezien en zijn daarmee niet langer vrijgesteld van de Bazel III eisen. Een kredietunie zou tevens over een minimaal eigen vermogen van een half miljoen euro moeten beschikken.

INFORMELE INVESTEERDERS **Hoe gaan informele investeerders te werk?**

Informele investeerders (business angels) zijn rijke particulieren, vaak zelf oud-ondernemers, die eigen geld investeren in (startende) MKB ondernemingen in ruil voor aandelen, achtergestelde leningen of een combinatie van beide. De meeste investeringen bevinden zich tussen de 50.000 en 500.000 euro en zijn voor de middellange termijn waarbij de informele investeerder na gemiddeld 5 tot 7 jaar zijn belang in de onderneming weer wil verkopen (Koenraads,

2012). Ze helpen de MKB ondernemer bij de verdere ontwikkeling van de onderneming door hem/haar toegang te geven tot hun persoonlijke en zakelijke netwerk. Dit geeft de MKB ondernemer de mogelijkheid tot het leggen van nieuwe contacten met afnemers, leveranciers, vervolgfianciers en adviseurs. Informele investeerders beschikken vaak over kennis van zaken en kunnen de ondernemer indien nodig helpen bij de bedrijfsvoering door als klankbord te fungeren (Bureau Bartels, 2011).

De informele investeerder wordt meestal een minderheidsaandeelhouder in de MKB onderneming. Dit betekent echter niet dat de informele investeerder niets te zeggen heeft. Er wordt doorgaans ook een investeringscontract gesloten tussen de investeerder en ondernemer. Het investeringscontract geeft de informele investeerder inspraak over bijvoorbeeld het uitgeven van nieuwe aandelen, het doen van investeringen en de verkoop van de onderneming aan een derde partij. Ook zal er regelmatig contact plaatsvinden tussen de MKB

ondernemer en de investeerder en zal de investeerder de onderneming nauwlettend monitoren. De MKB ondernemer zal dus bereid moeten zijn om zeggenschap te delen met de informele investeerder. Hierop loopt het vaak spaak bij de onderhandelingen waarbij de ondernemer niet bereid is zeggenschap op te geven (door 61% van de 69 geënquêteerde informele investeerders genoemd) of dat ondernemers onvoldoende kennis en ervaring in huis hebben om dergelijke investeringsovereenkomsten af te sluiten (in 55% van de gevallen genoemd) (Bureau Bartels, 2011). Deze knelpunten worden ook omgekeerd door ondernemers ervaren. Ze vinden dat informele investeerders te veel zeggenschap eisen en hebben te weinig kennis om een contract op te stellen (Bureau Bartels, 2003). Dit is voor sommige MKB ondernemers een reden om niet voor informele investeerders te kiezen. Deze drempelvrees voor extern eigen vermogen wordt tevens weerspiegeld in de Financieringsmonitor van Panteia (Panteia, 2013b).

Informele investeerders eisen een rendement op de lange termijn ter compensatie voor het risico. Het is zelfs de belangrijkste motivatie voor informele investeerders bij het doen van investeringen (Bureau Bartels, 2003; Bureau Bartels, 2011). De rendementseis van informele beleggers ligt tussen de 10 en 30% (Bureau Bartels, 2003). Informele beleggers zijn echter niet altijd tevreden over het gerealiseerde rendement. Van de 479 investeringen gedaan door 88 Nederlandse informele investeerders is men in 34% van de gevallen positief en in 24% van de gevallen negatief over het behaalde rendement (Bureau Bartels, 2011). Het aangaan van een uitdaging, het ondersteunen en mentoren van de ondernemer en het aangaan van een persoonlijke relatie met de ondernemer worden ook als belangrijke motieven genoemd om als informele investeerder te opereren (Bureau Bartels, 2003; Bureau Bartels, 2011).

Informele investeerders als financieringsbron

Informele investeerders zijn in Nederland geruime tijd actief. In juni tot december 2002 is door Bureau Bartels (2003) een

enquête uitgezet onder informele investeerders in Nederland. Er waren 125 respondenten. Uit het onderzoek bleek dat de meeste informele investeerders in Nederland zich richten op investeringen van 50.000 tot 200.000 euro rondom de startfase van de onderneming. In augustus tot en met december 2010 is opnieuw een meting uitgevoerd (Bureau Bartels, 2011). Dit keer waren er 110 respondenten. Opnieuw bleek dat de investeringen in ondernemingen vaak (79%) beneden de 200.000 lagen. De meeste investeringen vinden plaats in bedrijven rondom de startfase of jonge bedrijven met exponentiële groei (Bureau Bartels, 2011). Er is daarbij geen duidelijke voorkeur voor bedrijfstakken maar wel voor innovatieve bedrijven (Bureau Bartels, 2011). In 67% van de gevallen doet de informele investeerder de investering niet alleen maar gezamenlijk met andere verschaffers van risicodragend kapitaal door middel van syndicaten en co-investeringen (Bureau Bartels, 2011). Voordelen van deze samenwerking zijn dat er meer expertise kan worden ingebracht, er van andere private investeerders geleerd kan worden en de risico's beter gespreid kunnen worden (Bureau Bartels, 2003; Bureau Bartels, 2011). Informele investeerders geven dat de ondernemingsplannen en ondernemers soms van onvoldoende kwaliteit zijn en dat om die reden niet tot investering wordt overgegaan. Bedrijven weten soms de weg naar informele investeerders niet te vinden. Tornado Insider (2013) rapporteert dat 2% van de technostarters een financieringsaanvraag bij informele investeerders heeft gedaan in 2012. Het laagste aandeel gemeten sinds de afgelopen zes jaar. Het concept informele investeerder blijkt voor veel technostarters nog een onbekend begrip (Technopolis; 2012; Tornado Insider, 2013).

De zichtbaarheid van informele investeerders is de laatste jaren echter verbeterd. Het is het voor ondernemers eenvoudiger geworden om met informele investeerders in contact te komen via Business Angel Netwerken (BANs). In Nederland zijn 14 netwerken bij de vereniging Business Angels Netwerken Nederland (BANN, <http://www.bannederland.nl/>) aangesloten die als intermediairs en/of matchmakers optreden tussen ondernemers en informele investeerders.¹⁰ De overheid draagt bij tot een betere zichtbaarheid van business angels via haar Business Angel Programma (BAP, zie <http://www.rvo.nl/subsidies-regelingen/business-angels-programma>). De European Business Angel Network (EBAN, <http://www.eban.org/>) verzamelt data over de activiteiten van Europese informele investeerders. In 2012 waren 460 Business Angel Netwerken (BANs) actief met 26.105 informele investeerders als leden (EBAN, 2013). Door de leden van BANs is in 2012 voor 509 miljoen euro aan investeringen gedaan in 2.913 bedrijven. Gemiddeld werd er 174.800 euro per onderneming geïnvesteerd (EBAN, 2013). Een probleem is dat niet alle informele investeerders bij een netwerk zijn aangesloten. Een groot gedeelte van de markt is daarmee onzichtbaar. Bovendien is niet duidelijk

vast te stellen hoeveel informele investeerders er zijn. Iedere vermogende particulier kan als informele investeerder optreden. Panteia (2013a) stelt dat de wens bij vermogende particulieren om geld te investeren in MKB onderneming stijgt gelet op de momenteel lage rentevergoeding op spaargeld. EBAN doet de aanname dat slechts 10% van de informele markt zichtbaar is via BANs. Hiermee komt EBAN uit op een geschat investeringsbedrag van 5,1 miljard euro. Dit is 30% van het geschatte bedrag in de Verenigde Staten (EBAN, 2013). Ter vergelijking in Europa werd in 2012 1,9 miljard euro aan venture capital geïnvesteerd in ondernemingen in de vroege ontwikkelingsfase (EVCA, 2013a). De cijfers van EBAN (2013) tonen dat in 2012 er in Nederland voor 10,1 miljoen euro in ondernemingen is geïnvesteerd via BANs. Dit is een groei van 2% ten opzichte van 2011. Dit zou betekenen dat Nederlandse informele investeerders ongeveer 100 miljoen euro per jaar investeren in ondernemingen (onder de veronderstelling dat de zichtbare markt 10% van de totale markt bedraagt). Ter vergelijking in 2012 werd er in Nederland voor een bedrag van 85 miljoen euro in 118 ondernemingen in de vroege fase van ontwikkeling (seed and start-up) geïnvesteerd door venture capital fondsen (EVCA, 2013a).

Samengevat:
Informele investeerders zijn een gevestigde financieringsbron voor (startende) Nederlandse MKB ondernemingen. Het totale bedrag dat informele investeerders investeren in ondernemingen is lastig vast te stellen omdat het overgrote deel deze markt onzichtbaar is. Onder de veronderstelling dat de zichtbare markt via Business Angel Netwerken (BANs) 10%

¹⁰ Deze 14 netwerken zijn ABN Amro Netwerk Informal Investment Services (<https://www.abnamro.nl/nl/privatebanking/ondernemers/informal-investment-services/index.html>), Bid Network (<http://www.bidnetwork.org/>), De Investeerdersclub (<http://www.deinvesteerdersclub.nl/>), Informal Capital Network (<http://www.informalcapital.net/>), InvestorMatch (<http://www.investormatch.nl/>), Meesters van de Toekomst (<http://www.meestersvandetoekomst.nl/>), MindHunter (<http://www.mindhunter.nl/>), MoneyMeetsIdeas (<http://www.moneymeetsideas.nl/>), NextStage (<http://www.nextstage.nl/>), OMFL/FLIIN (<http://www.omfl.nl/>), TIIN Capital (<http://www.tiincapital.nl/>), Women Professionals Group (<http://www.womenprofessionalsgroup.com/>) en Successity (<http://www.successity.nl/>).

van de totale markt beslaat wordt door EBAN (2013) geschat dat informele investeerders in 2012 100 miljoen euro hebben geïnvesteerd in Nederlandse MKB ondernemingen. In vergelijking tot 2011 is dit bedrag met 2% toegenomen.

Microfinanciering ¹¹

Het belang van microfinanciering

Kleine en startende bedrijven kunnen gebruik maken van microkredieten. In Europa worden microkredieten gedefinieerd als kredieten tot een maximum van 25.000 euro verleend aan microbedrijven met minder dan 10 personen in dienst en een omzet van minder dan 2 miljoen euro (hieronder vallen 92% van de ondernemingen in Europa, zie EIF, 2013). Het European Microfinance Network (EMN, 2012) schat dat er in Europa totaal 500 tot 700 microkredietinstellingen actief zijn. EMN (2012) heeft in april-juli 2012 een enquête gehouden onder 154 van deze microkredietinstellingen. Hieronder bevinden zich overigens ook kredietunies die zich richten op microkredieten. Uit het onderzoek blijkt dat in 2011 162.206 microkredieten verstrekt zijn ter omvang van totaal 867 miljoen euro ter financiering van de (start van) kleine ondernemingen. Dit komt neer op gemiddeld 5.345 euro per lening. In Duitsland, Frankrijk en Spanje werd in 2011 voor meer dan 100 miljoen aan microkredieten verleend ter financiering van de (start van) kleine ondernemingen (EMN, 2012).

In Nederland verstrekt Qredits (<https://qredits.nl/>), naast het bankwezen, microkredieten aan het kleinbedrijf en verwerkt momenteel 200 kredietaanvragen per week. Op jaarbasis worden daar 1.250 aanvragen van gehonoreerd (Toetsingskader Microkredieten, 2013). Dit toont aan dat ook bij microfinanciering sprake is van een grote kans op

afwijzing. Daarnaast biedt Qredits sinds november 2013 ook het MKB krediet aan met leenbedragen tussen de 50.000 euro en 150.000 euro. In november 2013 ontving Qredits 300 aanvragen voor het MKB krediet. Dit MKB krediet is alleen beschikbaar voor ondernemers die een afwijzing bij de bank hebben gekregen. In deze obligoklassen heeft de Stuurgroep Kredietverlening (2013) gedurende de periode 2010 tot en met 2012 een krimp in de kredietverlening bij banken gerapporteerd. De meest recente Financieringsmonitor van Panteia (2013b) toont dat het kleinbedrijf een grotere kans op afwijzing van de kredietaanvraag bij banken ervaart. Microfinanciering kan dan, vooropgesteld een haalbaar ondernemersplan en ondernemerskwaliteiten, een mogelijke uitkomst voor deze ondernemers bieden. Het biedt weinig mogelijkheden voor verliesfinanciering. Recentelijk bleek dat 35% van de aanvragen bij Qredits voor een MKB krediet afkomstig is van MKB ondernemingen die op rand van faillissement verkeren.¹²

In een eerste evaluatie van Qredits concludeert Ecorys (2011) dat Qredits erin geslaagd is om een fors aantal kleine kredieten te verstrekken en efficiënt te werken. In Nederland werd door Qredits in 2011 een totaal van 1.000 microkredieten verstrekt voor een bedrag van 16 miljoen euro (EMN, 2012). Hiervan ging 72% naar startende ondernemingen. Het gemiddelde leenbedrag kwam daarmee in 2011 uit op 16.000 euro. In maart 2014 waren er in totaal 4.850 kredieten verstrekt sinds de oprichting van Qredits in 2009.

De werkwijze van Qredits

Qredits is een stichting zonder winst-oogmerk en heeft als doelstelling om succesvol ondernemerschap te stimuleren en daarbij de kosten voor de ondernemer zo laag mogelijk te houden. Een onderpand of de inbreng van eigen geld is op voorhand niet verplicht. De ondernemers kunnen tevens tegen een kleine vergoeding gebruik maken van een coach, vaak zelf een oud-ondernemer, die de ondernemer begeleid gedurende de eerste jaren van de onderneming. De aflossing van de lening is maandelijks en de lening heeft een looptijd van 1 tot 10 jaar. Qredits beoordeelt kredietaanvragen niet alleen op financiële kengetallen maar ook op de kwaliteiten van het ondernemingsplan en de ondernemer. Ze doet dit op een efficiënte manier (Ecorys, 2011). Het krediet kan onder meer worden gebruikt ter aanschaf van een bedrijfspand, inventaris, vervoersmiddelen of financiering van werkkapitaal en/of bedrijfsovernames. Qredits brengt naast een marktconforme rente ook 1,5% behandelingskosten in rekening bij MKB kredieten. Voor microkredieten is worden vaste bedragen gehanteerd, op basis van de hoogte van de lening. Er is sprake van een differentiatie van de rente, die afhankelijk is van het kredietrisico. De rentes bedroegen in maart 2014 tussen 8,75%-10,75% op jaarbasis. Qredits is aangesloten bij de Regeling Borgstelling MKB (BMKB), een staatsgarantie die wordt gereguleerd door het RVO. De BMKB is bij Qredits alleen van toepassing op het MKB krediet. Deze overheidsregeling garandeert terugbetaling van maximaal 45% van de lening aan de geldverstrekker. Als gevolg van de borgstellingsprovisie (variërend van 3% tot 4,5% van het leenbedrag, die door Qredits aan de Staat moet worden afgedragen) hanteert Qredits bij gebruik van de BMKB de laagste rente van 8,75%. Qredits kent een laag aantal kredieten dat niet wordt terugbetaald. In 2011

¹¹ Veel van de informatie in deze sectie is afkomstig van de website van Qredits (<https://qredits.nl/>) geraadpleegd op 10 maart 2014.

¹² Zie <http://www.nuzakelijk.nl/mkb/3644095/run-mkb-kredieten.html>

en 2012 heeft Qredits slechts een beperkte verliespost opgelopen op haar kredietportefeuille (Toetsingskamer Microkredieten, 2013). De default rate bedraagt 3%. In een klanttevredenheidsonderzoek uitgevoerd in de zomer van 2010 door Labyrinth (2011) bleek dat de meeste klanten van Qredits tevreden of zeer tevreden zijn over de dienstverlening en de kwaliteit van de coaching. De klanten van Qredits wijken volgens Panteia (2013c) af van de populatie van startende en gevestigde MKB ondernemers in Nederland. Qredits klanten zijn jonger, minder hoogopgeleid en vaker van allochtone afkomst. Branches zoals horeca en handel zijn oververtegenwoordigd in het klantenbestand terwijl branches zoals persoonlijke en zakelijke dienstverlening ondervertegenwoordigd zijn (Panteia, 2013c).

Omvang van microfinanciering in Nederland

Qredits heeft per 31 maart 2014 voor een bedrag van 83 miljoen euro aan kredieten verstrekt aan bijna 5.000 ondernemers in het Kleinbedrijf. De outstanding (verstrekkingen minus aflossingen) bedraagt per 31 maart 2014 ruim 42 miljoen euro.

De funding van de kredietportefeuille wordt gedaan door de Staat en banken & verzekeraars. In januari 2014 is 30 miljoen euro aan Qredits geleend door een consortium van 9 verzekeraars (Aegon, ASR, Achmea, Delta Lloyd, Goudse, Generali, INGAM, SNS Reaal, VVAA). Vier banken (ABN Amro, ING Bank, Rabobank en Triodos Bank) hebben een extra lening van 15,5 miljoen euro toegezegd bovenop een bestaande lening ter hoogte van datzelfde bedrag. Daarnaast heeft Qredits een lening van 45 miljoen euro van het Ministerie van Economische Zaken en 15 miljoen euro van de Bank Nederlandse Gemeente. In totaal beschikt Qredits nu over 121 miljoen euro aan funding. Het bedrag van 121 miljoen euro biedt Qredits nu voldoende ruimte om eind 2016 toe te groeien naar 2.000 microkredieten en 400 MKB kredieten per jaar. Daarnaast probeert Qredits extra geld aan te trekken via het in 2014

geïntroduceerde Microfinanciering Nederland Fonds. Daar kan met een minimale inleg van 100.000 euro een 2,5% rendement worden behaald op Qredits obligaties. Een ruwe schat-

ting is dat Qredits de komende jaren ongeveer 79 miljoen euro (121-42) beschikbaar heeft om uitgezet te worden aan nieuwe microkredieten en MKB kredieten.

Samengevat:

Microfinanciering voorziet in de financieringsbehoefte onder MKB ondernemers die voor krediet niet bij de bank terecht kunnen. Qredits heeft in november 2013 naast microkredieten tot 50.000 euro ook een MKB krediet tot 150.000 euro geïntroduceerd. In maart 2014 beschikte Qredits over 121 miljoen euro aan middelen terwijl de uitstaande kredietportefeuille 42 miljoen euro bedroeg. Het is het streven van Qredits om in 2016 jaarlijks 400 MKB kredieten en 2.000 microkredieten te verstrekken. Een ruwe schatting is dat er de komende twee jaar 79 miljoen euro beschikbaar is voor microfinanciering en MKB kredieten.

LEASING

Wat is leasing?

Leasing betreft een vorm van kredietverlening waarbij de MKB onderneming (de lessee) direct de beschikking krijgt over gewenste kapitaalgoederen, zoals een bedrijfsauto, computer of machine, maar de kredietgever (lessor) de juridische eigenaar blijft. Hiertoe wordt een leaseovereenkomst afgesloten waarbij de lessee periodiek een vast bedrag aan rente en aflossing betaalt. Deze overeenkomst kan tussentijds niet worden stopgezet tenzij een boete wordt betaald aan de lessor ter compensatie van de misgelopen rente. De lessor schaft de kapitaalgoederen aan om deze vervolgens aan de onderneming te leasen. De onderneming kan de betalingen nu over de tijd spreiden en heeft daardoor meer geld vrij ter financiering van andere investeringen

en/of groei. Er zijn twee vormen van leasing: financiële leasing en operationele leasing.

Bij financiële leasing wordt de MKB onderneming economisch eigenaar van de kapitaalgoederen. Kosten voor onderhoud, reparatie en verzekeringen komen voor haar rekening. De looptijd is bij financiële leasing veelal gelijk aan de economische levensduur van de kapitaalgoederen. In de regel is dat langer dan de looptijd van de lening die banken bieden zodat in geval van leasing de termijnbedragen lager uitvallen (EIM, 2013d). De onderneming loopt tevens het risico dat de activa gedurende de looptijd in waarde verminderen. Aan het einde van de looptijd van het leasecontract heeft de onderneming vaak een koopoptie waarbij de kapitaalgoederen tegen een al dan niet vooraf afge-

sproken restwaarde kunnen worden gekocht. Vanuit de MKB onderneming gezien gaat het om objectfinanciering waarbij de kredietgever (de lessor) verhaalmogelijkheden heeft op het desbetreffende object (Duffhues en De Goeij, 2010).

Bij operationele leasing wordt de MKB onderneming geen economisch eigenaar van de kapitaalgoederen. Verzekering, onderhoud en reparatie komen voor rekening van de lessor. Ook loopt de MKB ondernemer niet het risico van waardevermindering van de kapitaalgoederen. De onderneming (de lessee) betaalt daarvoor een hoger termijnbedrag dan bij financiële leasing.

Het is ook mogelijk om vaste activa die in het bezit zijn van de MKB onderneming te verkopen aan een lease-maatschappij om deze vervolgens via een financiële of operationele lease terug te leasen (een sale-en-lease-back constructie). De onderneming kan daarmee de kapitaalgoederen blijven gebruiken maar heeft als voordeel dat het geld besloten in vaste activa nu is vrijgemaakt en kan worden gebruikt voor andere doeleinden.

Het gebruik van leasing als financieringsinstrument

Oxford Economics (2011) heeft in 2010 onderzoek gedaan naar het gebruik van leasing door bijna 3.000 Europese MKB ondernemingen in acht Europese landen, waaronder Nederland. Uit het onderzoek blijkt dat 28% van de Europese MKB ondernemingen tot 9 werknemers, 42% van MKB ondernemingen met 10 tot 49 werknemers, en 52% van de MKB ondernemingen met 50 tot 249 werknemers gebruikt maakt van leasing. Leasing draagt voor 16,7% ter financiering bij aan de totale investeringen in vaste activa van deze ondernemingen. In vergelijking tot bankleningen kennen leaseaanvragen minder afwijzingen (EIF, 2012; OECD, 2012) De meeste ondernemingen komen er voor in aanmerking. Ook ondernemingen in de startfase of snel-

groeïende ondernemingen (EIF, 2012). De groei van de leasing markt loopt in de pas met de economische ontwikkeling (EIM, 2013d).

Europese MKB ondernemingen die gebruik maken van leasing investeren gemiddeld 57% meer in de onderneming in vergelijking tot de ondernemingen die geen gebruik maken leasing (Leaseurope, 2013). Dit geldt in het bijzonder voor kleinere ondernemingen. Kleinere ondernemingen hebben doorgaans beperkte toegang tot externe financieringsbronnen. Door gebruik maken van leasing kunnen de deze kleinere MKB ondernemingen middelen overhouden die voor andere investeringsdoeleinden kunnen worden ingezet. Een belangrijk voordeel van leasing is dat het de mogelijkheid biedt om kapitaalgoederen volledig te financieren zonder daarvoor extra onderpand af te geven (Oxford Economics, 2011). Bovendien kan de onderneming, zoals in Nederland, in aanmerking komen voor belastingvoordelen bij een financiële leasing.

In Nederland wordt van de acht beschouwde Europese landen het minst gebruik gemaakt van leasing (Oxford Economics, 2011). Er werd 7% van de investeringen in vaste activa in 2010 gefinancierd met leasing tegenover de eerder genoemde 16,7% in Europa (Oxford Economics, 2011; Panteia, 2013a). Het gaat daarbij in Nederland vaak om bedrijfsauto's (22,3% van de MKB ondernemingen) en computers, kopieermachines en printers (8,8% van de MKB ondernemingen) (Oxford Economics, 2011; EIF, 2012). Het merendeel van de lease overeenkomsten wordt in Nederland afgesloten met (bemiddeling van de) leverancier van het bedrijfsmiddel (zogenoeten vendor lease), banken met een eigen leaseafdeling en onafhankelijke lease-maatschappijen (Oxford Economics, 2011; EIF, 2012).

Panteia (2013d) heeft onderzoek uitgevoerd naar de bekendheid van leasing als financieringsinstrument. De overgrote meerderheid van de 500 geënquêteerde Nederlandse MKB

ondernemers is bekend met het fenomeen autoleasing (94,4%) of algemene lease van bedrijfsmiddelen (81,6%). De meeste Nederlandse MKB ondernemingen denken bij financiering echter eerst aan bankleningen (59,4%) met op afstand aan autolease (12,9%) of algemene lease (9,1%). Het feitelijk gebruik van leasing ligt in Nederland onder het Europees gemiddelde. In Nederland gebruiken 24% van de MKB ondernemingen een algemene lease en 45% een autolease. In de toekomst gaf 20% (12%) van de niet-gebruikers aan autolease (algemene lease) te gaan gebruiken (EIM, 2013d). Leasing is in de ogen van de Nederlandse MKB ondernemer te duur (EIM, 2013d). De helft van de ondernemers vindt het duurder dan een banklening (EIM, 2013d). Dit beeld wordt bevestigd door onderzoek van het ING Economisch Bureau (2013) waaruit tevens blijkt dat eigen middelen en bankfinanciering het meest worden gebruikt en daarna pas leasing als financieringsbron in beeld komt.

De Nederlandse Vereniging van Leasemaatschappijen (NVL, <http://www.nvl-lease.nl/>) en de Nederlandse Vereniging van Autoleasemaatschappijen (<http://www.vna-lease.nl/home>) rapporteren cijfers voor de nieuwe productie van leases. De meest recente cijfers dateren uit 2012 toen er 5,6 miljard euro aan autoleases en 3,9 miljard euro aan algemene leases werd geproduceerd (Leaseurope, 2013). Zie Tabel 15 voor een overzicht. In 2012 stonden in Nederland voor totaal iets meer dan 25 miljard euro aan algemene en autoleases uit (Leaseurope, 2013).

	2010	2011	2012
Autoleasing	3,366	4,433	5,627
Algemene leasing	3,764	4,065	3,893

Tabel 15: Overzicht van leasing en factoring in Nederland in miljarden euro. Deze cijfers hebben niet alleen betrekking op het MKB. Cijfers betreffen de nieuwe productie van leases in het desbetreffende jaar en zijn afkomstig van Leaseurope (<http://www.leaseurope.org/>).

Uit de meest recente NVL cijfers voor het vierde kwartaal 2013 blijkt dat de productie van nieuwe algemene leases in dat kwartaal sterk is toegenomen tot 1,3 miljard euro (NVL, 2014). De totale productie van nieuwe algemene leases voor 2013 bedraagt hiermee 4,2 miljard euro. Een toename van 7,8% ten opzichte van 2012. Dit is de hoogste productie sinds 2008. De genoemde bedragen hebben echter niet specifiek betrekking op het MKB. Uit een verdere analyse van de NVL blijkt dat 84% hiervan betrekking heeft op het MKB, dat is dus 3,5 miljard euro.

Samengevat:
Leasing wordt in Nederland in vergelijking tot andere Europese landen minder als financieringsinstrument ingezet. MKB ondernemingen vinden leasing te duur. Dit terwijl financiële leasing ook belangrijke voordelen kan bieden zoals vergrote flexibiliteit en het vrijhouden van geld voor andere doeleinden. Het is daarmee een kansrijk financieringsinstrument om verder te ontwikkelen (EIM, 2013d). Een inschatting van de jaarlijkse leaseproductie voor het Nederlandse MKB ligt rond de 3,5 miljard euro.

FACTORING EN KETENFINANCIERING

Wat is factoring?

Factoring betreft het door bedrijven verkopen of verpanden van (een deel van) hun debiteurenportefeuille aan een financiële intermediair (een zogeheten factormaatschappij). In Nederland wordt meestal gekozen voor verpanding (Panteia, 2013d). De factormaatschappij neemt de handelsvorderingen van de MKB onderneming over tegen onmiddellijke betaling van een deel (bijvoorbeeld driekwart) van de balanswaarde van de debiteuren. De MKB onderneming krijgt haar debiteuren door de factormaatschappij voorgefinancierd waardoor de liquiditeitspositie onmiddellijk wordt verruimd. Het restant (bijvoorbeeld een kwart) wordt onder inhouding van rente, factor provisie en administratiekosten pas aan de onderneming uitbetaald nadat de afnemers de factormaatschappij hebben betaald. Factoringmaatschappijen kunnen verder tegen vergoeding worden ingeschakeld om de kredietwaardigheid van debiteuren te beoordelen,

de debiteurenadministratie te voeren en debiteuren met betalingsproblemen aan te manen. Een voordeel van factoring is dat het een flexibele vorm van werkkapitaalfinanciering is. Groeit de omzet stijgt de kredietruimte mee. Factoring kan ook overigens ook gebruikt worden voor voorraadfinanciering of inkoopfinanciering.

Wat is ketenfinanciering

Ketenfinanciering ("supply chain finance") kan worden gezien als omgekeerde factoring. Ketenfinanciering wordt nog maar zelden benut maar zou kunnen uitgroeien tot een manier om binnen de productieketen financiering te optimaliseren. Dit werkt alleen indien de afnemer over een betere kredietwaardigheid beschikt dan de leverancier. Het proces wordt door de debiteur (en niet zoals bij factoring door de leverancier) geïnitieerd. De debiteur selecteert de facturen van leveranciers welke door de factormaatschappij eerder dienen te worden betaald. De leverancier krijgt op deze manier direct (een deel van het) geld. Deze vooruitbetaling geschiedt op ba-

sis van de betere kredietwaardigheid van de afnemer zodat de kosten lager zijn dan bij factoring door de leverancier. Na afloop van de betalingstermijn betaalt de afnemer het verschuldigd bedrag aan de factormaatschappij. Voor de leverancier is het voordeel dat hij/zij direct over het geld kan beschikken. Bovendien hoeft de leverancier zelf geen afnemerskrediet te verschaffen of te kiezen voor factoring. Beide opties zouden gelet op de mindere kredietwaardigheid van de leverancier duurder uitpakken. Voor de debiteur is het voordeel dat hij/zij de betalingstermijn verder kan oprekken en van de leverancier betere handelsvoorwaarden kan bedingen ter compensatie voor de ketenfinanciering. Onderhandelingen bepalen welke van of de leverancier of de afnemer het meest profiteert van ketenfinanciering. Beide hebben als voordeel dat er sprake is van directe werkkapitaalfinanciering. Ketenfinanciering is gelet op de kosten aantrekkelijker voor grotere bedrijven (ING Economisch Bureau, 2010).

Factoring en ketenfinanciering in Nederland

De Factoring and Asset-based Financing Association Netherlands (FAAN, <http://www.factoringnederland.nl/>) geeft een jaarlijks overzicht van factoring in Nederland. Uit het overzicht blijkt dat er eind 2012 2,85 miljard euro door factormaatschappijen geïmmitteerd is aan klanten voordat de vorderingen waren geïnd. Dit bedrag is met 1,2% gedaald ten opzichte van 2011. De meeste factormaatschappijen in Nederland richten zich hierbij op middelgrote tot grote ondernemingen (Panteia, 2013a). In 2012 hebben 2.703 bedrijven gebruik gemaakt van factoringen waarvan ongeveer de helft met een bruto-omzet van 5 miljoen euro of meer (zie <http://www.factoringnederland.nl/>). Panteia (2013a) maakt melding van een tweetal recent opgerichte factormaatschappijen die zich richten op het MKB met een omzet vanaf 250.000 euro (Trefi) en 100.000 euro (Alpha Commercial Finance). De administratieve kosten drukken vaak te zwaar bij ondernemingen die te klein zijn of te weinig vorderingen hebben (Panteia, 2013d). Voor startende ondernemingen is factoring daarom minder geschikt.

Factoring is niet erg bekend bij Nederlandse MKB bedrijven: 61,9% heeft er wel eens van gehoord en slechts 0,9% van de ondernemers denkt eerst aan factoring bij het nemen van financieringsbeslissingen. Factoring dient dan ook specifiek ter financiering van het werkkapitaal (Panteia, 2013d). In de afgelopen twee jaar gaf 6,5% van de MKB ondernemers aan factoring gebruikt te hebben en 3,9% van de niet-gebruikers is van plan dat in de toekomst te gaan doen (EIM, 2013d). In een recente enquête blijkt dat ketenfinanciering/klantfinanciering door 5% van de 341 deelnemende (niet alleen MKB-) ondernemers wordt genoemd als een financieringsbron voor 2014 (Berenschot, 2014). Nederlandse MKB ondernemers geven aan factoring te duur te vinden (Panteia, 2013d).

Cijfers voor de factoring markt specifiek voor het MKB ontbreken. Een redelijke aanname is dat factoring en ketenfinanciering zullen meegroeien met de omzet in het MKB. In 2012 werd er voor 2,85 miljard euro aan klanten geïmmitteerd door factormaatschappijen. Dit is 0,3% van de geaggregeerde omzet van het bedrijfsleven in 2012 (Panteia, 2013e). Uit de financieringsmonitor blijkt dat 0% van het kleinbedrijf en 4% van het middenbedrijf factoring als financieringsbron ziet (Panteia, 2013b). De geprojecteerde omzet voor MKB

ondernemingen in 2014 bedraagt 197 miljard euro (Panteia, 2013e). Onder de aanname dat het percentage van 0,3% ook op het middenbedrijf van toepassing is resulteert dit in een verwachte factormarkt van ongeveer 600 miljoen euro. Er is weinig bekend over ketenfinanciering. Het is meer geschikt voor grote bedrijven. Ketenfinanciering wordt door 5% van de grote bedrijven gebruikt (Panteia, 2013b). Momenteel bereiken ketenfinancieringsprogramma's het Nederlandse MKB nauwelijks of niet (M3 Consultancy en Zanders, 2014).

Samengevat:

Factoring en ketenfinanciering (omgekeerde factoring) zijn vormen van werkkapitaalfinanciering. Onder MKB bedrijven is deze vorm van werkkapitaalfinanciering onvoldoende bekend en weinig gebruikt. Voor kleinere MKB bedrijven zullen administratiekosten zwaar drukken en zijn er vaak een te gering aantal vorderingen om factoring aantrekkelijk te maken. Cijfers voor deze markt specifiek voor het MKB ontbreken. Een redelijke aanname is dat factoring en ketenfinanciering zullen meegroeien met de omzet in het MKB. Het is lastig aan te geven hoe groot de factoring markt voor het MKB is. Een inschatting is dat het in 2014 om 600 miljoen euro gaat.

VENTURE CAPITAL EN PRIVATE EQUITY

Hoe gaan venture capital en private equity fondsen te werk?

Venture capital en private equity fondsen verschaffen risicodragend vermogen aan niet-beursgenoteerde ondernemingen. Het geld wordt door onafhankelijke fondsen opgehaald bij institutionele beleggers zoals banken, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, fondsen-in-fondsen, rijke particulieren en de publieke sector (overheid). Participatiemaatschappijen die als dochter van een financiële instelling opereren (de zogeheten "captives") investeren geld afkomstig van de moedermaatschappij.

Venture capital is bestemd voor startende ondernemingen in de beginfase en de eerste groeifase. De participatiemaatschappij neemt een minderheidsbelang in de onderneming. De ondernemer tekent een investeringscontract waarin bijzondere zeggenschapsrechten aan de participatiemaatschappij worden verleend. Zo kan het zijn dat de participatiemaatschappij goedkeuring dient te geven aan nieuwe aandelenemissies, grote investeringen of de verkoop van de onderneming. Groeikapitaal ("growth capital") is gericht op meer gevestigde bedrijven met uitbreidingsplannen. Ook hier gaat het in de regel om het nemen van een minderheidsbelang in de onderneming en worden zeggenschapsrechten contractueel vastgelegd.

Buyouts hebben betrekking op het financieren van bedrijfsovernames. Hierbij wordt de MKB onderneming door een participatiemaatschappij en/of zittend (nieuw) management gekocht waarbij de overnamesom voor een belangrijk deel met schuld, zoals bankleningen, wordt gefinancierd. Het resterende deel van de overnamesom wordt door participatiemaatschappijen uit fondsmiddelen ingebracht. Het zittende (of nieuwe) management levert vaak een beperkte bijdrage ter financiering van

de overname. Na de buyout is de onderneming in volledig eigendom van de participatiemaatschappij(-en) en/of het zittende (of nieuwe) management van de onderneming. De schuld gebruikt ter financiering van de overname wordt door de onderneming gedragen. Op deze wijze verruimen participatiemaatschappijen de mogelijkheden om MKB ondernemingen te kopen en te verkopen. Een zittend (of nieuw) management team kan met hulp van de participatiemaatschappij de MKB onderneming kopen van huidige eigenaren met een verkoopwens. De participatiemaatschappij werkt na de overname samen met het zittend (of nieuw) management team met het oog op een gezamenlijke ontwikkeling van het bedrijf.

De omvang van de Europese private equity markt

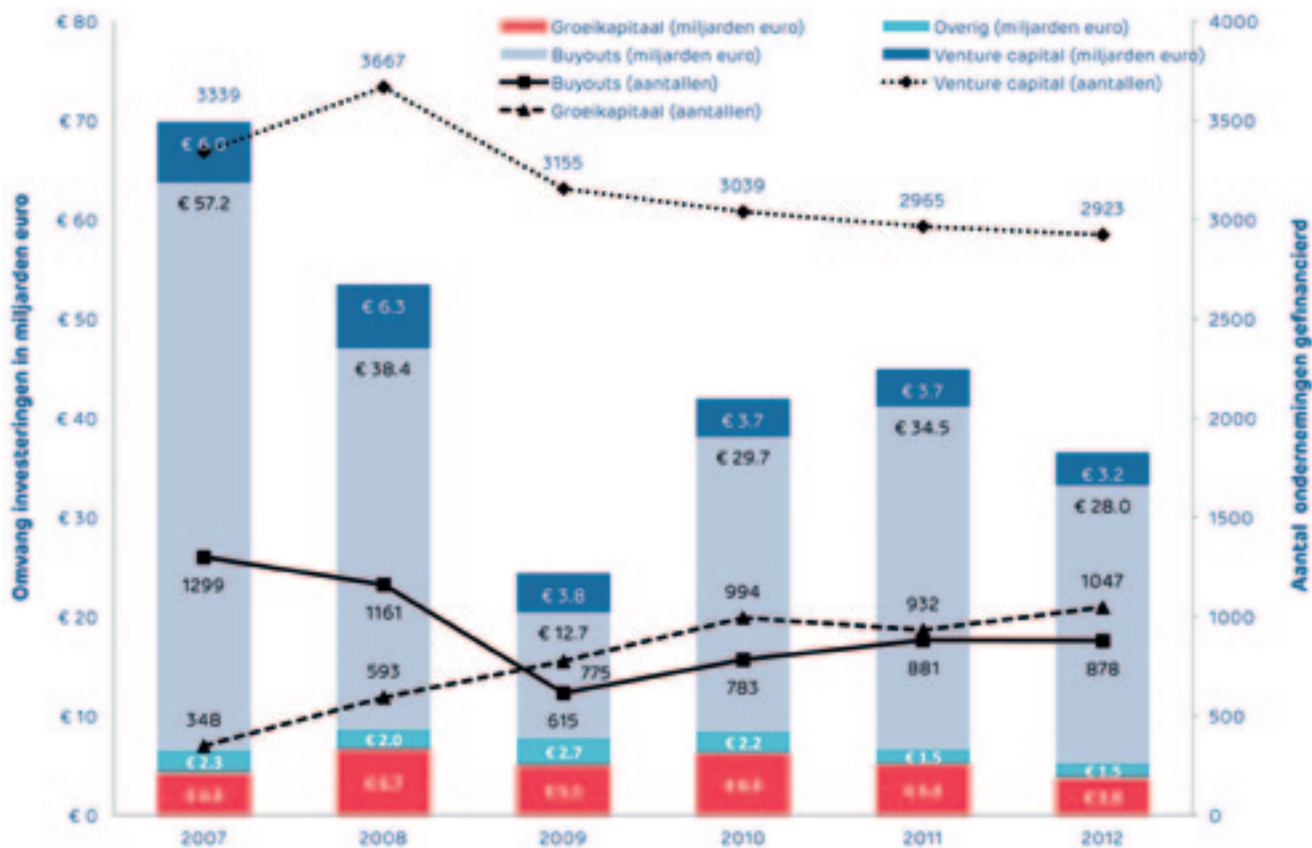
De European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA, <http://www.evca.eu/>) verzamelt gegevens over de omvang Europese venture capital and private equity markt. Het totaal in ondernemingen geïnvesteerde bedrag bedroeg in 2012 36,5 miljard euro, een krimp van 19% ten opzichte van 2011 (EVCA, 2013a). Deze daling heeft zich voorgedaan bij alle drie de categorieën: venture capital (-14%), groeikapitaal (-26%) en buyouts (-19%).

EVCA (2013b) publiceert een jaarlijks overzicht van het rendement behaald op een belegging in Europese private equity fondsen. Er zijn 1.416 onafhankelijke Europese private equity fondsen in het onderzoek betrokken. De jaarlijkse interne rentevoet (IRR) gemeten van het moment van oprichting (tussen 1980 en 2012) tot uiterlijk 31 december 2012 bedraagt gemiddeld 9,26%. Buyout fondsen hebben een gemiddelde IRR van 11,6% per jaar. Venture capital fondsen presteren gemiddeld minder met een IRR van 1,3% per jaar. De topkwartiel fondsen, de best presenterende 25% van fondsen, laat een gemiddeld IRR van 21,2% per jaar zien (21% voor

topkwartiel buyout fondsen en 18,5% voor topkwartiel venture capital fondsen).

Figuur 8 toont een overzicht van de totale investeringsbedragen en aantallen investeringen per categorie: venture capital, buyouts, groeikapitaal en overige transacties (EVCA, 2013a). Uit de figuur blijkt in 2012 2.923 Europese ondernemingen met venture capital gefinancierd en 1.047 ondernemingen groeikapitaal hebben aangetrokken. Er zijn 878 Europese ondernemingen die in 2012 een buyout hebben ondergaan. Het totale bedrag geïnvesteerd door venture capital fondsen is met 3,2 miljard euro echter kleiner dan het totaal investeringsbedrag voor groeikapitaal (3,8 miljard euro) en buyouts (28 miljard euro). Dit komt omdat het gemiddeld investeringsbedrag per onderneming voor venture capital (met gemiddeld 1,1 miljoen euro) veel lager ligt dan bij groeifinanciering (gemiddeld 3,6 miljoen euro) en buyouts (gemiddeld geïnvesteerd bedrag 31,9 miljoen euro). Het is belangrijk hier op te merken dat het door venture capitalists gemiddeld geïnvesteerd bedrag per onderneming (1,1 miljoen euro) wel veel hoger is dan het door informele investeerders gemiddeld geïnvesteerd bedrag per onderneming (172.800 euro).

MKB ondernemingen (gedefinieerd als ondernemingen met minder dan 250 werknemers) maken in het bijzonder gebruik van venture capital en groeifinanciering. Van de ondernemingen die in 2012 venture capital ontvingen behoorde 99% tot het MKB. Zij ontvingen tezamen 98% van het totaal geïnvesteerde bedrag (EVCA, 2013a). Voor groeikapitaal behoorde 81% van de ondernemingen tot het MKB en ontvingen ze gezamenlijk 68% van het totaal geïnvesteerde bedrag. Kijkend naar buyouts liggen deze percentages op 53% van de ondernemingen die gezamenlijk 19% van het totaal geïnvesteerde bedrag ontvingen (EVCA, 2013a).



Figuur 8: Investerings door private equity investeerders in Europese ondernemingen van 2007 tot en met 2012 ("market statistics"). Het totale investeringsbedrag in miljarden euro (staafdiagram) en aantallen investeringen (lijndiagram) is uitgesplitst per categorie: venture capital, buyouts, groeikapitaal en overig. Bron: EVCA (2013a).

De omvang van de private equity markt in Nederland

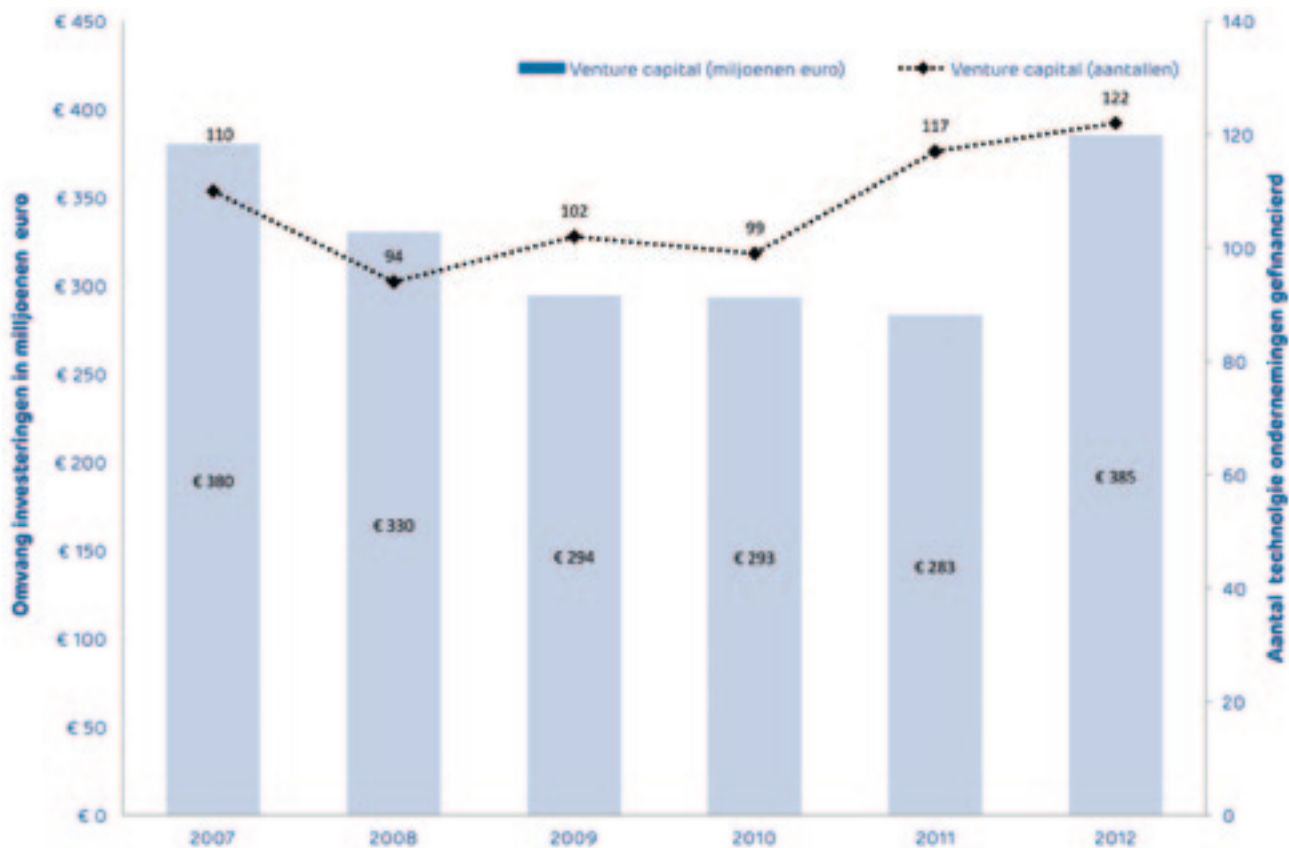
De data van EVCA (2013a) toont dat het bedrag van 1,32 miljard euro geïnvesteerd in Nederlandse ondernemingen in 2012 neerkomt op 0,226% van het bruto binnenlands product. Dit ligt onder het Europees gemiddelde van 0,26%. Nederland komt daarmee op de tiende plaats (in een lijst van 25 Europese landen). Voor venture capital en groeikapitaal scoort Nederland beter met een achtste plaats en boven het Europees gemiddelde (EVCA, 2013a). Het is op het terrein van buyouts dat Nederland achterblijft met een twaalfde plaats.

Nederland scoort ook goed op de jaarlijkse Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index ontwikkeld door IESE, EY en EM Lyon

Business School (<http://blog.iese.edu/vcpeindex/>, IESE, 2013). Hierbij wordt o.a. gekeken naar de arbeidsmarkt, de kapitaalmarkt, belastingheffing, ondernemersklimaat en rechtsbescherming in een land. Van de 118 bestudeerde landen staat Nederland op plaats 14 als het gaat om de aantrekkelijkheid voor private equity investeringen. In 2012 stond Nederland nog op de twaalfde plaats. De terugval is te wijten aan de verslechterde economische omstandigheden in Nederland in 2013.

Figuur 9 toont de omvang van de Nederlandse private equity markt. Het gaat hier om het bedrag dat door Nederlandse en buitenlandse private equity investeerders in Nederlandse ondernemingen wordt geïnvesteerd. De data is afkomstig van EVCA

(2013a). In Nederland zijn in 2012 158 ondernemingen gefinancierd door venture capital voor een totaalbedrag van 174 miljoen euro (gemiddeld 1,1 miljoen euro per onderneming). Er zijn 62 ondernemingen die gebruik hebben gemaakt van groeikapitaal voor een totaalbedrag van 237 miljoen euro (gemiddeld 3,8 miljoen euro per onderneming). In 2012 waren er 54 buyouts voor een totaalbedrag van 817 miljoen euro (gemiddeld 15,2 miljoen euro per onderneming). Uit Figuur 9 blijkt tevens dat de private equity investeringen in Nederlandse ondernemingen sinds 2007 sterk zijn teruggelopen.



Figuur 9: Investerings door private equity investeerders in Nederlandse ondernemingen van 2007 tot en met 2012 ("market statistics"). Het totale investeringsbedrag in miljoenen euro (staafdiagram) en aantallen investeringen (lijndiagram) is uitgesplitst per categorie: venture capital, buyouts, groeikapitaal en overig. Bron: EVCA (2013a).

In Nederland publiceert de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP, <http://www.nvp.nl/>) een jaarlijks verslag getiteld Ondernemend Vermogen waarin de activiteit van Nederlandse participatiemaatschappijen in het betreffende jaar wordt beschreven. In 2013 werd door binnen- en buitenlandse participatiemaatschappijen voor 2,4 miljard euro geïnvesteerd in 336 Nederlandse bedrijven. Dit bedrag is een stijging t.o.v. 2012 toen 1,4 miljard euro werd geïnvesteerd. De reden is dat er in 2013 een klein aantal grote buyout transacties werden gedaan door buitenlandse participatiemaatschappijen. Door Nederlandse participatiemaatschappijen werd in 2013 voor 989 miljoen euro geïnvesteerd. Het merendeel van het aantal transacties heeft betrekking

op MKB ondernemingen. Zo waren er in 2013 190 Nederlandse bedrijven die 194 miljoen euro aan financiering ontvingen van binnen- en buitenlandse venture capital fondsen (NVP, 2014) en 71 ondernemingen die 194 miljoen euro aan groeifinanciering ontvingen (NVP, 2014). Een bron van zorg is de teruglopende fondsenwerving voor (late stage) venture capital. Deze fondsen richten zich op het financieren van ondernemingen in de eerste groeifase. Deze ondernemingen hebben in de regel een product ontwikkeld en op de markt geïntroduceerd. Ze generen omzet maar nog geen winst. In 2013 is daartoe het DVI (Dutch Venture Initiative) opgericht door PPM Oost (een regionale ontwikkelingsmaatschappij) en het EIF (European Investment Fund) met steun van het Ministerie van Eco-

nomische Zaken. Dit fonds-in-fonds (fund-of-funds) van 150 miljoen euro heeft als doel om te investeren in participatiemaatschappijen die zich richten op startende ondernemingen in de begin- en eerste groeifase. Als onderdeel van het Innovatiefonds MKB+ wordt ook gedacht aan een fonds-in-fonds initiatief voor fondsen die zich richten op snelgroeiende innovatieve ondernemingen.

De Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROMs) spelen in Nederland een belangrijke rol spelen in het verschaffen van risicodragend vermogen aan startende ondernemingen (NVP, 2014). Deze ROMs zijn door lokale overheden opzet om het regionale bedrijfsleven te ondersteunen. In 2013 investeerden ROMs in 146 bedrijven waaronder 105 bedrijven

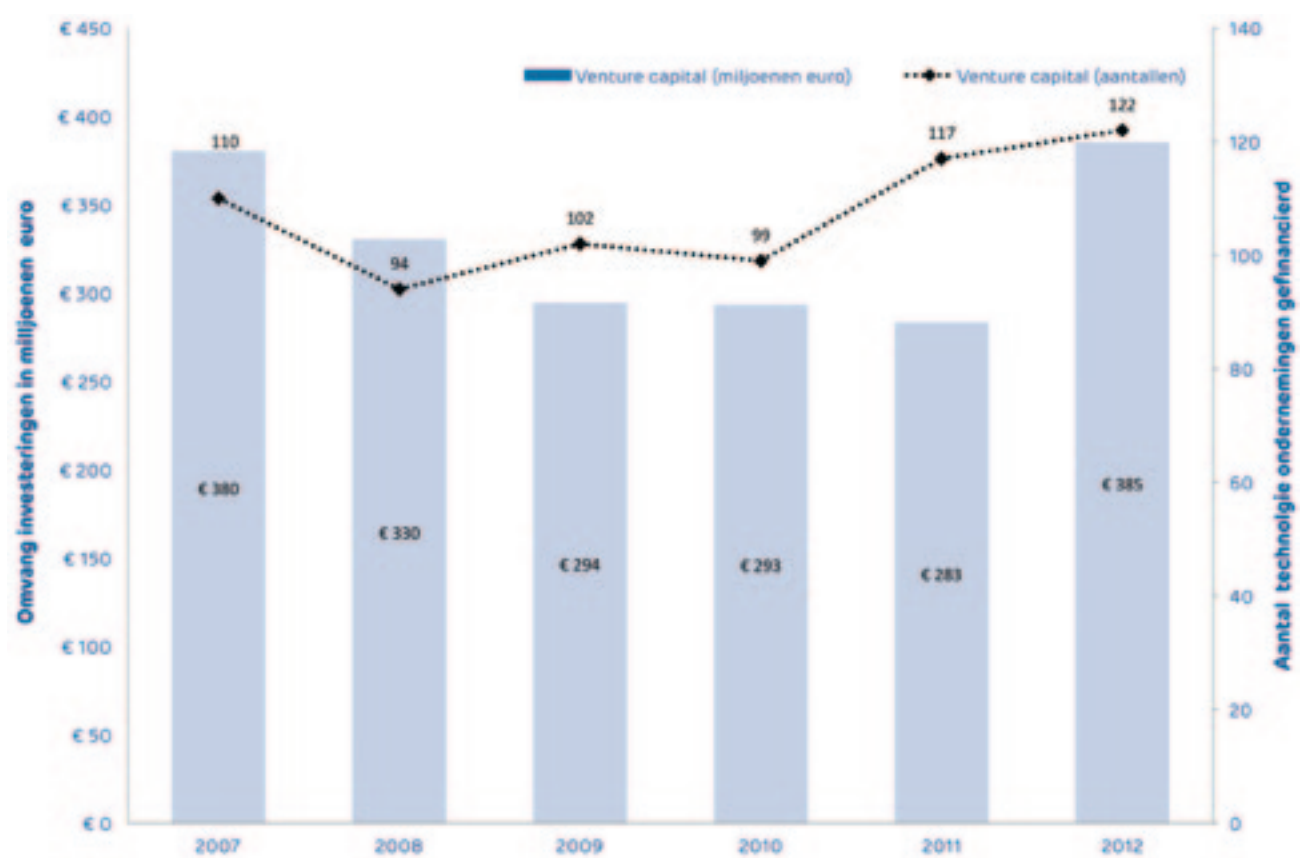
die venture capital ontvangten (50% van het totaal aantal Nederlandse bedrijven dat in 2013 venture capital ontving). De belangrijke rol van ROMs voor technologie-investeringen wordt bevestigd door Tornado Insider (2013). Een enquête onder bedrijven en instellingen laat zien dat de toegevoegde waarde van de regionale ontwikkelingsmaatschappijen als groot wordt ervaren: 60% van de respondenten geeft aan dat het project zonder de betrokkenheid van de ROM niet zou zijn door gegaan dan wel dat de ROMs een nuttige rol hadden (Decisio, 2010).

In 2013 werd 154 miljoen euro in 81 high-tech bedrijven geïnvesteerd (NVP, 2014). Dit is een afname ten opzichte van 2012 toen dit 182 miljoen euro was in 86 bedrijven. Tornado Insider (2013) brengt elk jaar het investeringsklimaat voor technostarters

in Nederland in beeld. Tornado Insider maakt gebruik van persberichten, Internet, enquêtes en toegestuurde gegevens om data te vergaren. Op deze wijze wordt ook gebruik gemaakt van gegevens van niet-NVP leden. In 2012 komt Tornado Insider tot 122 technologie-investeringen voor een totaalbedrag van 385 miljoen euro. Dit is een stijging ten opzichte van 2011 toen er 117 bedrijven een totaalbedrag van 283 miljoen euro ophaalden (Tornado Insider, 2013). Zie Figuur 10 voor een overzicht.

Uit de recente SME's Access to Finance Survey (SAFE) van de Europese Unie (2013a) blijkt dat Nederlandse MKB ondernemers vertrouwen hebben in de beschikbaarheid van extern eigen vermogen (29%; zie vraag 19 uit de enquête). Nederland staat daarmee op de twee plaats van de 28 EU landen en scoort boven het gemiddelde voor de Europese Unie (15%).

De overheid heeft een aantal maatregelen genomen ter stimulering van het verschaffen van risicokapitaal. Deze maatregelen verbeteren de rendement- risico verhouding voor investeerders. Zo is er de Groeifaciliteit waarbij de participatiemaatschappij in geval van verlies de helft van dit verlies van de overheid vergoed kan krijgen. Er is ook de SEED Capital-regeling, onderdeel van het Innovatiefonds MKB+, met als doel de risicokapitaalmarkt voor technologie en creatieve bedrijven te versterken. Voor het opstarten van een seedfonds kan een aanvraag tot een lening worden gedaan die maximaal even groot is als het private inlegbedrag van het fonds, tot een maximum van 4 miljoen euro. Deze maatregelen zullen in hoofdstuk 3 nader aan bod komen.



Figuur 10: Venture capital investeringen in Nederlandse technologiebedrijven van 2007 tot en met 2012. Het totale investeringsbedrag in miljoenen euro (staafdiagram) en aantallen investeringen (lijndiagram). Bron: Tornado Insider (2013).

Samengevat:

Binnen- en buitenlandse venture capital en private equity fondsen hebben in 2013 een totaal van 2,4 miljard euro geïnvesteerd in Nederlandse ondernemingen: 1,9 miljard euro is gebruikt ter financiering van 52 overnames, 194 miljoen voor groeifinanciering van 71 bestaande ondernemingen en 194 miljoen euro ter financiering van 190 ondernemingen in de start en eerste groei fase. In 2013 is het Dutch Venture Initiative (DVI) opgericht met als doel te investeren in participatiemaatschappijen die zich richten op het verschaffen van start en groeifinanciering aan Nederlandse ondernemingen. Het fonds kan worden opgehoogd tot 300 miljoen euro. Ook heeft de overheid maatregelen getroffen zoals de Groeifaciliteit en de SEED Capital-regeling ter stimulering van de risicokapitaalmarkt in Nederland.

MKB fondsen en (achtergestelde) leningen

In Nederland zijn recentelijk verschillende MKB fondsen opgericht of in oprichting. Deze beleggingsfondsen halen geld op bij particuliere en institutionele investeerders om dit vervolgens risicodragend uit te zetten in het Nederlandse MKB. Dit kan door te investeren in aandelen of achtergestelde leningen van MKB ondernemingen. In dat opzicht kunnen de MKB fondsen worden gezien als participatiemaatschappijen.

Achtergestelde leningen zijn leningen waarbij de schuldeiser in geval van faillissement zijn geld pas terug krijgt nadat alle andere schuldeisers zijn betaald. Banken hebben zich teruggetrokken uit de markt voor achterge-

stelde leningen (Panteia, 2013a). Voor MKB ondernemers kunnen achtergestelde leningen echter aantrekkelijk zijn. Ten eerste versterken ze op deze manier het weerstandsvermogen van de onderneming en vergroten daarmee bancaire financieringsmogelijkheden. Daarnaast hoeft er geen zeggenschap gedeeld te worden met een externe aandeelhouder zoals bij durfkapitaal wel het geval is. In Nederland zijn er een aantal MKB fondsen actief of in oprichting die zich richten op het verschaffen van achtergestelde financiering zoals het Delta Lloyd Mezzanine Fonds (<http://www.deltalloydassetmanagement.nl/nl-nl/content/delta-lloyd-mezzanine-fund/>). Leningen bij Delta Lloyd Mezzanine Fonds zitten tussen de 5 en 15 miljoen euro. Andere voorbeelden van

recente fondsen (geen uitputtende lijst) zijn het MKB Fonds (<http://mkb-fonds.nl/>), MKBi fondsen (<http://www.mkbifondsen.nl/>) en Ondernemend Oranje Kapitaal (<http://www.ondernemendoranjekapitaal.nl/>).

Er zijn ook partijen die zich alleen richten op kredietverlening. Zo is er bijvoorbeeld het SME Program van NEOS Business Finance (<http://neos.nu/>) dat richt zich op het verstrekken van MKB leningen. Nederlandse verzekeraars hebben de intentie uitgesproken om de komende drie jaar 170 miljoen euro te investeren in het MKB. Er is 30 miljoen euro in microfinanciering (Qredits) geïnvesteerd. Daarmee blijft nog 140 miljoen euro over voor een fonds gericht op de kredietverlening aan het kleine en middelgrote MKB bedrijven.

Uit de recente SME's Access to Finance Survey (SAFE) van de Europese Unie (2013a) blijkt dat 9,7% van de ondervraagde Nederlandse MKB ondernemers de groeiplannen voor de komende twee tot drie jaar bij voorkeur met mezzanine vermogen (waaronder achtergestelde leningen en preferente aandelen) wil financieren (vraag 20 uit de enquête). Dit is bijna een verdubbeling ten opzichte van het percentage Nederlandse MKB ondernemers dat in 2011 aangaf mezzanine financiering te willen gebruiken (5,4%). Het is ook meer dan drie keer zo hoog als het percentage MKB ondernemers in het Eurogebied dat voor de komende jaren mezzanine financiering wil gaan gebruiken (2,9%). Concluderend kan worden gesteld dat in Nederland de belangstelling voor mezzanine financiering is gegroeid en er meer belangstelling voor is dan in andere landen.

MKB beurzen en MKB obligaties EnterNext

In 2013 is Euronext een nieuw beurssegment gestart onder naam EnterNext. EnterNext is bestemd voor MKB bedrijven met een marktkapitalisatie beneden 1 miljard euro. EnterNext Amsterdam heeft onlangs een tweetal noteringen mogen verwelkomen: exploitant van indoor skibanen SnowWorld N.V. (december 2013) en het consultancybureau Novisource N.V. (februari 2014).

Bedrijven kunnen op EnterNext ook MKB obligaties uitgeven en in notering brengen. Nederland loopt hiermee achter bij andere Europese landen (Zanders, 2013). In Duitsland bestaat de markt voor (achtergestelde) MKB obligaties ("Mittelstand Anleihen") al langer. Ook in Italië en Engeland bestaan beurzen voor MKB obligaties ("retail bonds"). MKB

Samengevat:

Banken trekken zich terug van de markt voor achtergestelde leningen (EIM, 2013a). Er zijn verschillende MKB fondsen opgericht of in oprichting die dit gat proberen op te vullen. Voor 2014 zullen deze initiatieven zichzelf verder moeten vestigen als financieringsbron. Het is lastig in te schatten wat in deze beginfase de omvang van deze markt in 2014 zal zijn. Nederlandse verzekeraars hebben de intentie om de komende drie jaar nog 140 miljoen euro te investeren in het MKB. Dit zou gedeeltelijk via een MKB investeringsfonds gericht op (achtergestelde) leningen kunnen gebeuren. Onder Nederlandse MKB ondernemingen is er wel een sterk groeiende belangstelling voor mezzanine financiering.

obligaties en beursnoteringen zijn gelet op de plaatsingskosten het meest interessant voor het middenbedrijf. In de regel gaat het om emissies van tussen de 10 en 50 miljoen euro (Zanders, 2013) EnterNext zal zich in de toekomst nog moeten bewijzen als financieringsbron voor het Nederlandse MKB. In 2012 was factormaat-schappij CE Credit Management het eerste MKB bedrijf dat een MKB obligatielening van maximaal 10 miljoen euro uitschreef. Er sindsdien weinig activiteit in de MKB obligatiemarkt.

NPEX

NPEX biedt net als EnterNext de mogelijkheid aan MKB ondernemingen om geld op te halen door de emissie van aandelen en obligaties. NPEX biedt een online handelsplatform waarop de aandelen en obligaties verhandeld kunnen worden. In maart

2014 zijn er vijf aandelen en één obligatie van MKB ondernemingen genoteerd. De obligatielening van 2,2 miljoen euro is uitgegeven door Trotter, een producent van tijdelijke buitenreclame. Er staan twee obligatieleningen open voor inschrijving. MKB obligaties hebben nog geen grote vlucht genomen in Nederland. AFM heeft beleggers ook gewaarschuwd voor de hoge risico's verbonden aan MKB obligaties gelet op het beperkte eigen vermogen van sommige van de emittenten. Daarnaast is er ook sprake van geringe verhandelbaarheid van de aandelen en obligaties. ABP heeft in april 2014 100 miljoen euro toegezegd ter belegging in op NPEX genoteerde MKB obligatieleningen en in durfkapitaal via haar investeringsmaatschappij INKEF.¹³

¹³ Zie <http://www.rtlnieuws.nl/economie/home/abp-stopt-100-miljoen-euro-nederlandse-kenniseconomie>

Samengevat:

In Nederland genieten MKB obligaties nog weinig populariteit. Op EnterNext en NPEX hebben twee MKB obligatie emissies plaatsgevonden in de periode tot maart 2014. In andere Europese landen zoals Duitsland hebben de MKB obligaties meer succes. Inmiddels is er groeiende belangstelling onder institutionele beleggers voor genoteerde MKB obligatieleningen. De verwachting is echter dat voor 2014 dit geen omvangrijke financieringsbron voor het MKB zal vormen.

4 VERWACHT FINANCIERINGSTEKORT

Een belangrijke vraag is of er financieringstekorten ontstaan omdat financieringsvraag en financieringsaanbod elkaar niet weten te vinden. Financieringsknelpunten hebben zich voor de crisis bij MKB ondernemingen niet in volle breedte voorgedaan (Expertgroep KMO financiering, 2007; Duffhues en De Goeij, 2010; Commissie de Swaan, 2011). Uitzonderingen zijn het kleinbedrijf en snel groeiende MKB ondernemingen die wel problemen ondervinden (ook voor de crisis). Door laag conjunctuur kunnen daar grensgevallen bijgekomen zijn (Commissie Hoek, 2013). Het gaat daarbij om ondernemingen die onder een gunstiger economisch klimaat wel financiering hadden gekregen maar nu door lagere bedrijfsrendementen niet langer aan financiering kunnen komen. Bovendien staat bij economische teruggang de voornaamste financieringsbron van winstinhouding onder druk en zijn financieringsbronnen anders dan van Nederlandse banken opgedroogd (Taskforce Kredietverlening, 2010). Denk hierbij recentelijk aan Deutsche Bank die in Nederland besloten heeft het Nederlandse MKB niet langer in dezelfde mate te bedienen. Het is

belangrijk op te merken dat financieringstekorten niet eenvoudig te signaleren zijn. Banken en andere vermogensverschaffers kunnen met goede reden financieringsaanvragen afwijzen (bijvoorbeeld omdat het ondernemingsplan niet deugt). Bovendien kan er ook sprake zijn van latente vraag (bijvoorbeeld ondernemers die niet langer op zoek gaan naar financiering omdat ze het denken toch niet te kunnen krijgen).

In Engeland is een poging ondernomen om het bancaire financieringstekort te kwantificeren. De Commissie Breedon (2012) verwacht voor het Britse MKB een tekort aan bedrijfsfinanciering van tussen £26 tot £59,3 miljard voor een periode van vijf jaar (gemeten vanaf het vierde kwartaal 2011 tot en met vierde kwartaal 2016). Het MKB is hierbij gedefinieerd als ondernemingen met een jaaromzet tussen £1 miljoen en £25 miljoen. Deze berekening is gebaseerd op de correlatie tussen de economische groei en de zakelijke kredietverlening. Het financieringstekort wordt berekend door de verwachte ontwikkeling van de zakelijke kredietverlening in de

periode van vijf jaar te vergelijken met de zakelijke kredietverlening behorend bij de voorspelde economische groei in diezelfde vijf jaar.

Duedil (2012, <https://www.duedil.com/>), een Brits bureau dat zich bezig houdt met het verzamelen van bedrijfsinformatie, heeft een aantal verfijningen aangebracht op bovenstaande cijfers van de Commissie Breedon (2012) door ook kleinere MKB bedrijven met een jaaromzet beneden £1 miljoen in de berekening mee te nemen. Duedil (2012) komt voor het Britse MKB uit op een financieringstekort is van tussen de £13,7 en £24,9 miljard per jaar. Het percentage financieringstekort, uitgedrukt als percentage van de totale zakelijke kredietverlening aan MKB bedrijven, bedraagt tussen de 12 en 19%. Duedil (2012) heeft ook berekend hoe groot het financieringstekort is voor verschillende Europese landen. Hierbij wordt verondersteld dat het percentage financieringstekort voor het Britse MKB ook van toepassing is op de andere landen. Er dient grote voorzichtigheid te worden betracht bij deze bevindingen. Nader onderzoek is gewenst.

Land	Zakelijke kredietverlening MKB (miljard Britse pond)	Minimum financieringstekort per jaar (miljard Britse pond)	Max. financieringstekort per jaar (miljard Britse pond)	Gehanteerde MKB definitie
Denemarken	3.72	0.51	0.87	Leenbedrag < €1 miljoen
Finland	6.16	0.84	1.44	Leenbedrag < €1 miljoen
Frankrijk	180.16	24.57	42.26	EU definitie
Hongarije	11.38	1.55	2.67	EU definitie (met balanstotaal < €10 miljoen)
Italië	163.09	22.24	38.26	Minder dan 20 werknemers
Nederland	13.09	1.78	3.07	Leenbedrag < €1 miljoen
Portugal	73.3	10	17.19	EU definitie
Slowakije	9.54	1.3	2.24	Minder dan 250 werknemers
Slovenië	8.32	1.13	1.95	Minder dan 250 werknemers (en balanstotaal < €17,5 miljoen)
Zweden	73.04	9.96	17.13	Minder dan 250 werknemers
Zwitserland	211.65	28.86	49.65	Minder dan 250 werknemers
Verenigd Koninkrijk	103.7	13.7	24.9	Omzet minder dan £25 miljoen
Totaal	857.15	116.44	201.64	---

Tabel 16: Overzicht van MKB kredietverlening in Europa en berekende minimum en maximum financieringstekorten per jaar (voor een periode van vijf jaar gemeten vanaf het vierde kwartaal 2011 tot en met het vierde kwartaal 2016). Bron: Duedil (2012).

Tabel 16 toont dat voor Nederland het financieringstekort uitkomt op minimaal £1,8 (ongeveer 2,15 miljard euro) en maximaal £3,1 miljard (ongeveer 3,7 miljard euro) per jaar. Dit bedrag zal door andere financieringsbronnen dan banken moeten worden ingebracht (tenzij de zakelijke kredietgroei boven verwachting zou toenemen).

Om dit in perspectief te plaatsen is het goed te kijken naar de cijfers van de meest recente Financieringsmonitor van Panteia (2013b). Panteia

(2013b) geeft een overzicht van de totale verkregen financiering en de in de komende 12 maanden verwachte financiering. Deze cijfers hebben niet alleen betrekking op bancaire financiering. Het MKB heeft de komende 12 maanden een financieringsbehoefte van 10,85 miljard euro. Dat is minder dan de 12,5 miljard euro een periode eerder. Zie Tabel 17. Het MKB verwacht echter niet alle financieringsaanvragen gehonoreerd te krijgen. In de komende 12 maanden verwacht het MKB voor 9,7 miljard euro (1,15 miljard euro minder dan gezocht)

aan financiering te kunnen aantrekken. Het is hierbij opvallend dat MKB ondernemers daarmee de verwachting uitspreken dat het percentage toegekende financieringsaanvragen hoger zal liggen dan in de vorige periode. Bijvoorbeeld bij het kleinbedrijf werd de afgelopen periode 46% van het gevraagde geld toegekend voor de komende 12 maanden verwacht men een toekenningspercentage van 85%. Zie Tabel 18. Dit weerspiegelt het optimisme van de ondernemers (Panteia, 2013b).

	Financieringsbehoefte	Verwachte financieringsbehoefte
Kleinbedrijf (2 – 50 wp)	5.45	4.75
Middenbedrijf (50 – 250 wp)	7.05	6.1
Grootbedrijf (250 wp+)	12.7	12.1
Industrie en agrosector	11.45	11.05
Bouw	1.35	1.7
Handel	4.5	3.6
Transport en communicatie	2.15	2.25
Zakelijke diensten	1.65	1.9
Overige diensten inclusief horeca	4.1	2.5
Totaal	25.2	23.9

Tabel 17: Totaalbedragen financieringsbehoefte in miljoenen euro, uitgesplitst naar kleinbedrijf, middenbedrijf, grootbedrijf en sectoren. De verwachte financieringsbehoefte is voor de komende 12 maanden. Bron: Panteia (2013b).

	Verkregen Financiering	Percentage van gevraagd	Verwachte Financiering	Percentage van gevraagd
Kleinbedrijf (2 – 50 wp)	3.35	46%	4.05	85%
Middenbedrijf (50 – 250 wp)	5.55	79%	5.65	93%
Grootbedrijf (250 wp+)	10.35	95%	11.6	96%
Industrie en agrosector	9.85	86%	10.4	94%
Bouw	1.25	93%	1.5	89%
Handel	2.15	48%	3.15	88%
Transport en communicatie	1.75	80%	2.25	99%
Zakelijke diensten	1.5	90%	1.8	96%
Overige diensten inclusief horeca	2.75	67%	2.2	88%
Totaal	19.25	77%	21.3	93%

Tabel 18: Totaalbedragen verkregen financiering en verwachte financiering in miljoenen euro, uitgesplitst naar kleinbedrijf, middenbedrijf, grootbedrijf en sectoren. De verwachte financiering is voor de komende 12 maanden. De verkregen financiering en verwachte financiering zijn uitgedrukt als percentage van de gevraagde financiering in de desbetreffende periode. Bron: Panteia (2013b).

In 2011 heeft Syntens de financieringstekorten voor het startende, innoverende en groeiende MKB ondernemingen in Randstad-Zuid (Zuid-Holland en Zeeland) en Randstad-Noord (Noord-Holland, Utrecht, Flevoland) gekwantificeerd (Syntens, 2011; Syntens, 2012). Voor Randstad-Zuid komt Syntens tot een tekort van 907 miljoen euro en voor Randstad-Noord tot een tekort van 886 miljoen euro. Een totaal tekort van 1,7 miljard euro aan financiering voor het MKB in deze vijf provincies.

Uit de SME's Access to Finance Survey (SAFE) van de Europese Unie (2013a) blijkt dat Nederlandse MKB ondernemers sinds de start van de enquêtes in 2009 consistent hebben aangegeven een financieringstekort te ervaren. Het gaat hier echter om percepties en dit wil nog niet zeggen dat er aan de aanbodzijde problemen zijn waardoor in de kern gezonde bedrijven geen financiering vinden. Er zijn voldoende alternatieve redenen te bedenken waarom ondernemers hun financieringsaanvraag niet gehonoreerd hebben gekregen zoals een slecht voorbereide financieringsaanvraag, het ontbreken van een goed ondernemingsplan of povere ondernemerskwaliteiten. Initiatieven zoals Kredietpaspoort (<http://kredietpaspoort.nl/>) en kredietbemiddelaars

proberen de kwaliteit van financieringsaanvragen te verbeteren.

Om te kunnen beantwoorden of er sprake is van een financieringstekort is het ook van belang de aanbodzijde in de analyse te betrekken. In een onlangs verschenen studie van De Nederlandsche Bank (DNB) is de ontwikkeling van de zakelijke kredietverlening in een aantal hypothetische scenario's doorgerekend. Uit de studie blijkt dat de afgenomen kredietgroei (en nu krimp) in Nederland deels teruggevoerd kan worden op aanbodfactoren (van de Veer en Hoeberichts, 2013; DNB, 2014). De lagere kredietgroei is daarmee niet alleen veroorzaakt door een verminderde vraag naar kredieten maar tevens een verkrappend aanbod. De kredietgroei is daardoor in de periode na de crisis met twee tot vier procentpunt gedrukt. Banken hebbend de kredietvoorwaarden voor het MKB aangescherpt met kleinere leningen, hogere onderpanden en strengere convenanten als gevolg (DNB, 2014). Dit is een correctie op het te soepele kredietbeleid van banken in de periode voor de crisis toen risico's onvoldoende tot uitdrukking kwamen in de prijs van krediet en er (achteraf gezien) teveel zakelijk krediet werd verleend. Zouden banken de kredietvoorwaarden in 2006 en 2007 niet

hebben versoepeld zou de groei van de zakelijke kredietverlening daar met 2 tot 6 punten lager zijn uitgevallen (van de Veer en Hoeberichts, 2013; DNB, 2014). De eerder gesignaleerde financieringstekorten kunnen daarmee deels worden verklaard door aanbodfactoren. Banken zullen bij economisch herstel niet volledig kunnen voldoen aan de gestegen kredietvraag mede omdat de kapitaalpositie van banken zelf verstevigd dient te worden. Het verstevigen van deze kapitaalpositie van Nederlandse banken zal volgens recent onderzoek in de periode tot 2019 in drie van de vier doorgerekende scenario's weliswaar de mogelijkheid bieden om het bancaire kredietaanbod te verruimen maar dit zal in eveneens drie van de vier scenario's achterblijven bij de groei in de kredietvraag (Hebbink, Kruidhof en Slingenberg, 2014).

Samengevat:

Financieringstekorten zijn niet eenvoudig vast te stellen. Toch lijkt het voor het Nederlandse MKB een (gepercipieerd) financieringstekort op te treden. Het jaarlijks financieringstekort voor het Nederlandse MKB is voor de komende periode geschat op enkele miljarden euro (Duedil, 2012). De afgenomen groei van de zakelijke kredietgroei in Nederland is niet alleen aan het uitvallen van kredietvraag te wijten. Deels spelen aanbodfactoren een rol waardoor de groei in de zakelijke kredietverlening na de crisis met 2 tot 4 procentpunt gedrukt is (DNB, 2014). Dit zal moeten worden opgevangen door de groei van alternatieve financieringsbronnen zoals microfinanciering, kredietunies en crowdfunding.

5 CONCLUSIE

Het Nederlandse MKB ervaart financieringsproblemen. Dit heeft te maken met zowel fricties aan de vraagzijde (geen gedegen financieringsaanvraag, onvoldoende ondernemerskwaliteiten, slecht ondernemingsplan, onvoldoende bekend met verschillende financieringsbronnen etc.) en fricties aan de aanbodzijde (verkrapt aanbod, niet aansluitend op de financiersvraag). Het is niet eenvoudig om het financieringstekort te kwantificeren. Grove schattingen zijn dat het jaarlijks zou gaan om enkele miljarden euro. Indien de economie weer aantrekt zal de financieringsbehoefte toenemen en de vraag is of de aanbodzijde voldoende zal meegroeien om het economisch herstel te faciliteren. MKB ondernemingen zoeken nog altijd hoofdzakelijk financiering via

de bank. De zakelijke kredietverlening krimpt echter op dit moment, zeker in de kleinere obligoklassen. Volgens Job Swank, directielid van De Nederlandsche Bank (DNB) kunnen de Nederlandse banken een economische groei van 1% financieren en daarboven is er een probleem (Het Financieele Dagblad, 14 maart 2014). MKB ondernemers zullen zich moeten instellen op het minder beschikbaar zijn van bancair krediet en goed voorbereid op zoek moeten gaan naar alternatieve financieringsbronnen (Commissie De Swaan, 2011; Commissie Hoek, 2013). Ook bij deze alternatieve financieringsbronnen zal sprake zijn van het kritisch doorlichten van de financieringsaanvraag en kan niet zonder meer worden uitgegaan dat elke onderneming van financiering wordt voorzien. Er zijn voorzichtige

tekenen dat MKB ondernemers in Nederland, in verhouding tot andere Europese landen, zich meer bewust worden van dit veranderend financieringslandschap. De bank blijft een belangrijke financieringsbron maar is niet langer de enige wijze van financiering waaraan MKB ondernemers denken wanneer het gaat om het financieren van hun groeiplannen voor de komende twee tot drie jaar. De alternatieve vormen van financiering, zoals besproken in dit hoofdstuk, hebben bij elkaar opgeteld vooralsnog niet de omvang om het geschatte financieringstekort op te heffen. Daartoe is een extra stimulans gewenst (zie ook Commissie Hoek, 2013). In het volgende Hoofdstuk 3 wordt een kort overzicht van de beleidsmatige ondersteuning gericht op het financierbaar houden van het MKB.

HOOFDSTUK 3

Beleidsmatige ondersteuning van het MKB

1 INLEIDING

Dit hoofdstuk beperkt zich tot een korte (niet uitputtende) bespreking van de belangrijkste landelijke regelingen ter ondersteuning van het MKB. Het voert te ver om hier ook alle ondersteunende maatregelen op decentraal en Europees niveau te bespreken.¹⁴ Ook zijn de nationale overheid en het Europese Investeringsfonds (EIF) betrokken bij een aantal financieringsinitiatieven zoals microfinanciering (Qredits), het Business Angel Programma (BAP), Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROMs) en het Dutch Venture Initiative (DVI). Deze zijn in Hoofdstuk 2 aan bod geweest en zullen hier verder onbesproken blijven.

Informatie over subsidies en regelingen is terug te vinden op de website van de Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO, <http://www.rvo.nl>). Uit de recente Financieringsmonitor van Panteia (2013b) blijkt dat veel MKB ondernemers onvoldoende bekend zijn met deze regelingen en subsidies. De Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk (WBSO) is het best bekend met 48% van de geënquêteerde MKB ondernemers die de regeling kan noemen. Voor alle andere regelingen is dat minder dan één op de drie ondernemers en wordt weinig van de regelingen gebruikt gemaakt. Grotere MKB bedrijven zijn beter geïnformeerd. Kleinere MKB

bedrijven hebben zich vaak onvoldoende in de regelingen verdiept (Panteia, 2013b). Een betere bekendheid en gebruik van de regelingen en subsidies zou kunnen bijdragen aan het verminderen van de financieringsbehoefte van het MKB, in het bijzonder als het gaat om het financieren van innovatie. Er is dan ook vaak nog onbenutte ruimte bij deze regelingen en subsidies (Commissie Hoek, 2013). De garantieregelingen kunnen een nuttige rol spelen bij het verminderen van neerwaartse risico's voor investeerders en helpen om het financieringsaanbod te vergroten. Ook bij deze garantieregelingen is sprake van onderbenutting.

2 REGELINGEN EN SUBSIDIES TER STIMULERING VAN INNOVATIE (-FINANCIERING)

Fiscale maatregelen: WBSO, RDA en de Innovatiebox

De Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk (WBSO) en de Research en Development Aftrek (RDA) zijn een tweetal regelingen die ten doel hebben investeringen in onderzoek en ontwikkeling te stimuleren. De WBSO verlaagt de loonheffing op

loonkosten verbonden aan speur- en ontwikkelingswerk. De RDA is een extra aftrekpost voor andere kosten die gepaard gaan met het onderzoeks- en ontwikkelingsproject zoals de aanschaf van kapitaalgoederen. De WBSO en RDA worden verrekend via de belastingaangifte. Winst uit innovatieve activiteiten wordt in

de Innovatiebox ook minder zwaar belast. De vennootschapsbelasting komt effectief uit op 5% in plaats van 20 of 25%. Deze belastingvoordelen verminderen de financieringsbehoefte van het bedrijfsleven als het gaat om innovatieve projecten. Voor 2014 is er voor WBSO een budget van 756 miljoen euro en voor RDA een budget

¹⁴ COSME (Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises [SMEs]) is het nieuwe programma van de Europese Unie gericht op MKB bedrijven. Het programma zal van 2014 tot 2020 actief zijn met een gepland budget van 2,3 miljard euro. Onderdeel van het programma is om MKB ondernemingen betere toegang tot financiering te verschaffen. Voor meer details over COSME zie: http://ec.europa.eu/enterprise/initiatives/cosme/index_en.htm en <http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/>

van 302 miljoen euro vastgesteld (RVO, <http://www.rvo.nl/>). Realisaties kunnen hiervan afwijken.

Het aantal bedrijven dat gebruik maakt van de WBSO in 2012 is ten opzichte van 2011 met 8,2% toegenomen tot 22.220 (Ministerie van Economische Zaken, 2013a). De RDA is in 2012 geïntroduceerd. In 2012 hebben 13.860 bedrijven gebruik van de RDA en werd ruim 2 miljard euro aan private R&D-investeringen fiscaal gestimuleerd. Het Nederlandse MKB maakt ruim gebruik van beide regelingen (Ministerie van Economische Zaken, 2013b). Van de bedrijven die gebruik maken van de WBSO en RDA behoort 97% tot het MKB. Het MKB ontving 73% van het budget (Ministerie van Economische Zaken, 2013a en 2013d).

Subsidies: MKB Innovatieregeling Topsectoren (MIT) en Topconsortia voor Kennis en Innovatie (TKI) toeslag

De MKB Innovatieregeling Topsectoren (MIT) is sinds april 2013 opengesteld. In 2013 ontvingen 1.700 MKB ondernemingen in totaal 20 miljoen euro aan MIT subsidie. Voor de regeling komt in 2014 32 miljoen euro beschikbaar. De subsidieregeling is bedoeld om samenwerking en innovatie in het MKB te bevorderen. Er worden subsidies verstrekt voor netwerkactiviteiten, ondersteuning door innovatiemakelaars die partijen bij elkaar brengen, haalbaarheidsstudies, het inhuren van hooggekwaliificeerd personeel, kennisvouchers en samenwerkingsprojecten.

Daarnaast wordt ook samenwerking tussen het MKB en de Topconsortia voor Kennis en Innovatie (TKI) bevorderd. De TKI zijn een samenwerking tussen het kennisintensieve bedrijfsleven, universiteiten en instellingen voor toepast onderzoek om privaatspublieke onderzoeksprojecten op te zetten. Om ondernemingen aan te moedigen om in de TKI te investeren heeft de overheid een TKI toeslag ingevoerd. Voor elke euro die in de TKI

wordt geïnvesteerd legt de overheid 25 cent bij. Voor de eerste 20.000 euro die de ondernemer bijdraagt legt de overheid 40 cent per euro bij. Eind 2012 waren er 19 TKI (Ministerie van Economische Zaken, 2013d). Bedrijven hebben in 2013 naar verwachting 319 miljoen in de TKI geïnvesteerd en de overheid heeft hier 83 miljoen euro bijgelegd in de vorm van een TKI toeslag. Hiervan ging 5,4 miljoen euro naar het MKB en netwerkactiviteiten. Elk TKI heeft een MKB loket dat het aanspreekpunt is voor advies en contact met het consortium.

Financiering: Innovatiekrediet (onderdeel van Innovatiefonds MKB+)

Het Innovatiekrediet is bestemd ter financiering van technologische en klinische projecten met hoog risico die binnen enkele jaren moeten leiden tot commercieel levensvatbare producten. Het Innovatiekrediet beoogt sinds 2008 hiermee de kenniseconomie te versterken. Het Innovatiekrediet is onderdeel van het MKB+ Innovatiefonds, een revolverend fonds ter financiering van risicovolle innovatie. Het Innovatiekrediet bedraagt minimaal 150.000 euro en maximaal 5 miljoen euro per project. De maximale projectduur is 4 jaar. Voor kleine bedrijven (tot 50 werknemers en tot 10 miljoen euro jaaromzet of balanstotaal) kan 45% van het project worden gefinancierd met innovatiekrediet (tot 50% indien er sprake is van samenwerking). Voor middelgrote bedrijven (tot 250 werknemers en tot 50 miljoen jaaromzet of 43 miljoen euro balanstotaal) kan 35% worden gefinancierd (tot 50% indien met andere ondernemingen wordt samengewerkt). De overige financiering moet van andere financieringsbronnen komen.

De achteraf te betalen rente wordt bepaald aan de hand van het risico verbonden aan het project. De rente bedraagt 4 procent (bestaande bedrijven met goede vooruitzichten), 7 procent (klinische projecten) of 10 procent (starters) per jaar. Het krediet

kan kwijtgescholden worden indien het project mislukt in technische zin (bij uitblijven van commercieel succes moet wel worden terugbetaald). Het Innovatiekrediet moet met opgebouwde rente binnen maximaal 10 jaar worden terugbetaald bij succes. De enige zekerheid is het pandrecht dat berust op de binnen het kader van het project ontwikkelde kennis en producten.

De evaluatie van het Innovatiekrediet, en zijn voorloper het Uitdagingskrediet, is positief gedurende de periode 2006-2011 (de Jong, Gielen en van Praag, 2013). De resultaten tonen dat de uitgave voor speur- en ontwikkelingswerk 68% hoger ligt dan deze zou zijn geweest zonder Innovatiekrediet. Een euro Innovatiekrediet levert 1,82 euro aan extra uitgaven voor speur- en ontwikkelingswerk op. Uit de enquête onder gebruikers van het Innovatiekrediet blijkt dat deze vaker innovatieve projecten starten, vaker succesvol zijn, sneller groeien in werknemersaantal en meer patenten verkrijgen in vergelijking tot de groep van bedrijven die zijn afgewezen voor het Innovatiekrediet.

De meest recente cijfers zijn van 2012 en komen uit het jaarverslag Innovatiekrediet (Ministerie van Economische Zaken, 2013c) Zie ook Tabel 19. In dat jaar werden er 122 aanvragen tot Innovatiekrediet ingediend waarvan er 36 werden toegekend voor een totaalbedrag van 52,9 miljoen euro. Van de 52,9 miljoen euro ging 28,8 miljoen euro naar technische projecten en 24,1 miljoen euro naar klinische projecten. Het merendeel van het geld ging naar MKB bedrijven jonger dan 6 jaar (33,1 miljoen euro). De overige financiering van het project is in de regel afkomstig van venture capital fondsen, informele investeerders en leningen van aandeelhouders. Banken spelen hierbij nauwelijks een rol. In 2012 werd maar 55% van het beschikbare bedrag aan Innovatiekrediet benut (Ministerie van Economische Zaken, 2013d). Deels komt dit door een teruglopende

vraag en deels door meer afwijzingen omdat de projecten onvoldoende perspectief boden. In 2014 bedraagt het budget voor Innovatiekrediet 60 miljoen euro.

Financiering: SEED Capital-regeling (onderdeel van Innovatiefonds MKB+)

De SEED Capital-regeling bestaat sinds 2005 en heeft tot doel om de start van investeringsfondsen gericht op risicovolle technologische en creatieve starters aan te moedigen. De SEED Capital-regeling maakt vanaf 2012 deel uit van het MKB+ Innovatiefonds. Closed-end participatiefondsen kunnen een lening van de overheid krijgen waarbij de lening maximaal even groot is als het inlegbedrag van de private sector. Er geldt een maximum van 4 miljoen euro voor de lening. Er is een coulante terugbetaling van de lening voorzien. Het fonds betaalt 20% terug totdat de eigen investering is terugverdiend zodra er inkomsten worden gegenereerd. Daarna wordt de helft van de inkomsten afgedragen aan het Ministerie van Economische Zaken totdat ook die haar investering heeft terugverdiend. Eventuele meeropbrengsten worden in de verhouding 20-80% tussen het Ministerie en het fonds verdeeld. Hierdoor wordt de verhouding tussen rendement en risico voor investeringen in startende en snelgroeiende ondernemingen aantrekkelijker voor investeerders. Het budget voor SEED aanvragen is in 2014 20 miljoen euro.

Technopolis (2012) heeft een onderzoek uitgevoerd naar de (TechnoPartner) SEED Capital-regeling gedurende 2005-2010. De conclusie van het rapport is dat er meer geïnvesteerd is in technostarters, mede door de SEED Capital-regeling. De meeste SEED Capital fondsen zouden zonder de regeling niet of niet in dezelfde omvang zijn opgezet. Uit het jaarlijkse onderzoek van Tornado Insider (2013) naar het investeringsklimaat voor

technostarters blijkt dat in 2012 bij 66% van de deals in de vroege fase een SEED fonds is betrokken. In 2012 werden 34 deals gefinancierd door SEED fondsen, het hoogste aantal tot nu toe (Tornado Insider, 2013). De totale investering in 2012 bedroeg 18 miljoen euro. Zie ook Tabel 19. In de periode 2005-2012 deden de SEED Capital fondsen in totaal 210 participaties, ter waarde van 138 miljoen euro (Ministerie van Economische Zaken, 2013d). Een kanttekening is wel dat er mogelijk een verdringingseffect is opgetreden. Door de SEED Capital-regeling richten investeerders zich op de vroege fase van ontwikkeling waardoor ondernemingen in de fase daarna (met investeringsbedragen tussen 2,5 en 5 miljoen euro) minder goed in staat zijn financiering aan te trekken (Technopolis, 2012).

In miljoenen euro	2010	2011	2012	2013 (eerste 6 maanden)
Innovatiekrediet (toegezegde kredieten)	56,1	47,5	52,9	11,5
SEED Capital-regeling (verleende financiering)	16,8	17,1	18	8,9

Tabel 19: Overzicht van verschillende financieringsregelingen ter ondersteuning van het MKB. Bron: Ministerie van Economische Zaken (2013b), Ministerie van Economische Zaken (2013c).

3 GARANTIESTELLINGEN TER BEVORDERING VAN ONDERNEMINGSFINANCIERING

Borgstelling MKB Kredieten (BMKB)

In de kern gezonde MKB ondernemingen kunnen gebruik maken van de BMKB indien ze een banklening aanvragen maar zelf te weinig zekerheden kunnen bieden. Een dergelijke borgstellingsregeling bestaat sinds

1915 in Nederland. De overheid staat voor maximaal 45% van de lening garant waardoor banken eerder geneigd zullen zijn het gevraagde krediet te verschaffen. De MKB onderneming betaalt voor de borgstelling een afsluitprovisie van 3 tot 4,5% afhankelijk van de looptijd. De overheid

staat borg tot een maximum bedrag van 1,5 miljoen euro. Dat betekent dat de totale kredietsom maximaal rond 3 miljoen euro kan bedragen. In een aantal situaties is sprake van extra steun.

1. Starters (bedrijven die minder dan 3 jaar bestaan) kunnen bij de bank een starterslening afsluiten tot 266.667 euro. In dat geval komen ze in aanmerking voor een overheidsgarantie tot 67,5%. De looptijd van de borgstelling is maximaal 6 jaar gerekend vanaf de datum van de eerste aflossing van de lening. De eerste aflossing dient plaats te vinden maximaal 6 maanden na het afsluiten van het krediet. Deze regeling geldt vanaf november 2013 tot december 2014 ook voor bestaande bedrijven.
2. Innovatieve ondernemingen die over een Speur- en Ontwikkelingswerk verklaring beschikken komen in aanmerking voor een overheidsgarantie van 60%. Het krediet kan maximaal 1,5 miljoen euro bedragen. De looptijd van de lening mag maximaal 12 jaar bedragen vanaf de datum van de eerste aflossing van de lening. Deze eerste aflossing dient uiterlijk op de eerste dag van het veertiende kwartaal plaats te vinden.
3. De overheid stelt ook extra middelen ter beschikking voor Nederlandse bedrijven die buiten Nederland opereren.

Niet alleen bankleningen komen voor de borgstelling in aanmerking. Ook twee niet-bancaire financiers (microkrediet verstrekker Qredits en de kredietunie MILK Resource Company) verschaffen kredieten die in aanmerking komen voor de borgstellingsregeling. Carnegie Consult (2011) heeft een evaluatie van de BMKB in de periode 2005-2010 uitgevoerd. Het overgrote deel van de geënquêteerde ondernemers hebben goede ervaringen opgedaan met de BKMB en vinden dat de BMKB helpt om extra kredietmogelijkheden te scheppen. De hoogte van de afsluitprovisie wordt als een belangrijk kritiekpunt naar voren gebracht. Bedrijven zijn zich er echter van bewust dat er zonder borgstelling mogelijk geen krediet voor hen beschikbaar zou zijn (Carnegie Consult, 2011).

In 2012 werd er iets minder dan 70% van het budget voor BMKB gebruikt (Ministerie van Economische Zaken, 2013d). In de eerste helft van 2013 werd er 175 miljoen euro van het in dat jaar beschikbare budget van 705 miljoen euro benut. De benutting is gedaald ten opzichte van 2011 en 2010. Dit heeft te maken met de teruggelopen bedrijfsinvesteringen waardoor ook de financiersbehoefte is gedaald. Daarnaast is het ook mogelijk dat een deel van de MKB-bedrijven en banken deze regelingen lastig weet te vinden (Commissie Hoek, 2013). Zie Tabel 20 voor een overzicht van de benutte BMKB.

In miljoenen euro	2010	2011	2012	2013 (eerste 6 maanden)
Borgstelling MKB (benut bedrag/budget, tussen haakjes aantal afgegeven garanties)	742/805 (3700)	909/1000 (4330)	486/705 (2640)	175/705 (1053)
Groefaciliteit (verstrekke garanties)	24,8	11,6	13,1	5,6
Garantie Ondernemingsfinanciering (verstrekke garanties)	413,3	261,4	102,5	63

Tabel 20: Overzicht van verschillende garantieregelingen ter ondersteuning van het MKB. Bron: Carnegie Consult (2011), Ministerie van Economische Zaken (2013a) en Ministerie van Economische Zaken (2013b).

Garantie Ondernemingsfinanciering (GO)

Deze garantieregeling heeft betrekking op middelgrote tot grote leningen. De regeling is in 2009 opgericht vanwege de crisis en in twee jaar tijd hebben banken voor meer dan 2 miljard euro aan GO leningen verstrekt. Banken kunnen tot 50% overheidsgarantie krijgen op deze leningen, al dan niet achtergesteld, onder betaling van een provisie. Leningen tot maximaal 150 miljoen euro zijn tot 75 miljoen euro gegarandeerd. Dit verlaagt de risico's en kapitaalbeslag voor de bank. Het doel van de regeling is om de kredietverlening aan het grotere MKB te faciliteren. De maximale looptijd van de lening is acht jaar tegen een variabele rente.

Tabel 20 toont het bedrag aan verstrekte garanties. Meer dan 90% van dit bedrag kwam in 2012 terecht bij MKB ondernemingen (Ministerie van Economische Zaken, 2013d). Er is net als bij de BMKB sprake van onderbenutting van de Garantie Ondernemingsfinanciering. In 2012 is 31% van het budget gebruikt (Ministerie van Economische Zaken, 2013d). Ook in de eerste helft van 2013 is sprake van onderbenutting van het budget van 400 miljoen euro (Ministerie van Economische Zaken, 2013b). Dit wordt toegeschreven aan teruglopende investeringen.

Groefaciliteit

De Groefaciliteit beoogt sinds 2006 de toegang tot risicodragend vermogen voor MKB ondernemingen te verbeteren. Dit risicodragend vermogen kan worden verstrekt via banken of participatiemaatschappijen. De overheid staat per onderneming garant tot 50% van een achtergestelde banklening tot 5 miljoen euro of 50% van een participatie in het aandelenkapitaal tot 25 miljoen euro. Dit verlaagt het risico van de vermogensverschaffers. Het risicodragend vermogen kan door de onderneming bijvoorbeeld worden aangewend ter financiering van een overname, buyout, groeiplannen, het doen van reorganisatie of internationale expansie.

In 2012 werd de Groefaciliteit voor 26% benut (Ministerie van Economische Zaken, 2013d). Het gebruik van de Groefaciliteit door banken blijft achter (Carnegie Consult, 2012). Banken maken eerder gebruik van de Garantie Ondernemingsfinanciering (GO) regeling ter verstrekking van reguliere kredieten in plaats van de Groefaciliteit ter verstrekking van achtergestelde leningen (Carnegie Consult, 2012). Tabel 20 biedt een overzicht van de verstrekte garanties.

4 CONCLUSIE

De Nederlandse overheid voorziet in een groot aantal regelingen en subsidies ter ondersteuning van het Nederlandse MKB. Daarnaast zijn er decentrale en Europese regelingen

die in dit hoofdstuk buiten beschouwing zijn gelaten. Fiscale regelingen en subsidies richten zich in het bijzonder op innoverende bedrijven. De financiering van innovatie wordt gefaciliteerd door het Innovatiefonds MKB+ door middel van het Innovatiekrediet en de SEED Capitalregeling. De Rijksoverheid gebruikt ook een aantal garantieregelingen om financieringsaanbod voor het MKB te stimuleren op het terrein van vreemd vermogen (Borgstelling MKB Kredieten en Garantie Ondernemingsfinanciering) en risicodragend vermogen (Groefaciliteit). Hierbij worden garanties afgegeven die de risico's voor vermogensverschaffers verminderen met als doel meer financiering beschikbaar te maken voor MKB ondernemingen. In 2012 was met de drie garantieregelingen een bedrag van ongeveer 1,8 miljard euro gemoeid (Ministerie van Economische Zaken, 2013d). De garantieregelingen waren in 2012 en de eerste helft van 2013 echter onderbenut. Dit komt dit door teruggelopen bedrijfsinvesteringen waardoor de financieringsbehoefte ook is verminderd. Tevens speelt de onbekendheid van de regelingen bij MKB ondernemingen een rol. Door het vergroten van de bekendheid van de regelingen en het aantrekken van de economie zal het gebruik hiervan in de toekomst mogelijk toenemen. De regelingen hebben hun nut bewezen als het gaat om het verbeteren van het rendement en risico profiel voor investeerders in MKB bedrijven.

GERAADPLEEGDE LITERATUUR

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

Baarsma, B, M. Kerste en Fr. Tewes (2009), Bancaire kredietverlening aan MKB, SEO Economisch Onderzoek, 15 mei, 14 blz.
Boonstra, W. en H. Groeneveld (2010). Fabels en feiten over MKB kredietverlening. Economische en Statistische Berichten 95 (4579), pagina 118-121.

Berenschot (2014, februari). Strategy trends 2014. The CEO's agenda. 92 blz.

Bureau Bartels (2003, februari). De markt voor informal investors. 130 blz.

Bureau Bartels (2011, januari). Nulmeting informal investment. 61 blz.

Carnegie Consult (2011, maart). BMKB beleidsevaluatie. 95 blz.

Carnegie Consult (2012). Beleidsevaluatie Groeifaciliteit. 55 blz.

Commissie Breedon (2012, maart). Boosting finance options for business. 51 blz.

Commissie De Swaan (2011, juni). Naar een gezonde basis: Bedrijfsfinanciering na de crisis. 214 blz.

Commissie Hoek (2013). Verkenning MKB-financiering, 2 juli, 33 blz.

CBP (2013, mei). Risicorapportage financiële markten 2013. 28 blz.

CBP (2014, maart). Centraal Economisch Plan 2014. 116 blz.

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

De Jong, P., M. Gielen en M. van Praag (2013, juni). Evaluatie Uitdagingskrediet en Innovatiekrediet. 154 blz.

DNB (2014). Jaarverslag 2013. 187 blz.

Duedil (2012). The European SME financing gap: The credit conundrum. 13 blz.

Douw & Koren, (2013a, mei). Crowdfinance: Crowdfunding voor startende ondernemingen en het MKB: Status, knelpunten en kansen. Advies aan het Ministerie van Economische Zaken.

Douw & Koren (2013b, oktober). Crowdfunding en vertrouwen in de economie. 14 blz.

Douw & Koren (2014, januari). Crowdfunding in Nederland 2013. 12 blz.

Duffhues en De Goeij (2010, juni). Het investerings/financieringsgedrag van rechtspersoonlijksbezittende ondernemingen. Universiteit van Tilburg. 179 blz.

Duffhues en Camdzic (2012). Introductie van kredietunies in Nederland? . Tilburg University. 16 blz.

EBAN (2013). European angel investment overview 2012. 13 blz.

Ecorys (2011, april). Evaluatie microkredietpilots. 96 blz.

EMN (2012, december). Overview of the microcredit sector in the European Union. 100 blz.

EIF (2012, augustus). The importance of leasing for SME finance. 36 blz.

EIF (2013, december). European Small Business Finance Outlook. 84 blz.

EVCA (2013a, april). 2012 Pan-European private equity and venture capital activity. 76 blz.

EVCA (2013b, juni). 2012 Pan-European private equity performance benchmarks study. 28 blz.

Eurlings, W. en M. Lentz (2013, april). Stimuleren van financiering: Belangrijke succesfactor voor innovatie en groei van het MKB. 7 blz.

Europese Unie (2012, juni). Flash Eurobarometer 354: Country report The Netherlands. 15 blz.

Europese Unie (2013a, november). SME's Access to Finance Survey. 154 blz.

Europese Unie (2013b, oktober). A recovery on the horizon? Annual report on European SMEs 2012/13, 99 blz.

Europese Unie (2014). Innovation Union Scoreboard 2014. 100 blz.

Expertgroep KMO Financiering (2007, april). Vermogen om te ondernemen: De Nederlandse finance gap. 73 blz.

Hebbink, G., Kruidhof, M. en J.W. Slingenberg (2014, april). Kredietverlening en bancair kapitaal. DNB Occasional Studies volume 12, nummer 3.

Het Financieele Dagblad (29 juli 2013). "Prijs van bankkrediet voor MKB verder omhoog door toename bijzonder beheer: Banken gaan kosten doorberekenen van vollopen afdeling intensive care"

Het Financieele Dagblad (14 maart 2014). "DNB dringt aan op actieplan voor het MKB".

IESE (2013). The venture capital and private equity country attractiveness index: 2013 annual. 312 blz.

ING Economisch Bureau (2010, september). Benodigd werkkapitaal reduceren met financiële ketensamenwerking. 8 blz.

ING Economisch Bureau (2013, december). Beperkt gebruik alternatieve financieringsvormen. 4 blz.

Koenraads, E. (2012). Handboek informal investment: De kunst van het investeren. 172 blz.

KPMG (2012). Stapeling regelgeving, 57 blz.

KplusV (2013, november). Onderzoek crowdfunding en informal investing. 22 blz.

Labyrinth (2011). Microfinanciering – klanttevredenheidsonderzoek .
Leaseurope (2013). Annual survey 2012. 9 blz. Nationaal Crowdfunding Onderzoek (2013). Samen mogelijk maken: Onderzoek naar de motivaties van crowdfunders in Nederland. 22 blz.

Massolution (2013). Crowdfunding outlook report. 90 blz.
M3 Consultancy en Zanders (2014). Zonder Interventie zal het Nederlandse MKB op korte termijn niet profiteren van de groeiende ketenfinancieringsmogelijkheden in Nederland. 31 blz.
Ministerie van Economische Zaken (2013a, oktober). Bedrijvenbeleid in volle gang: Voortgangsrapportage bedrijvenbeleid 2013. 63 blz.
Ministerie van Economische Zaken (2013b, juni). Brief Minister Kamp aan Tweede Kamer over de Rapportage Ondernemingsfinanciering. 18 blz.
Ministerie van Economische Zaken (2013c). Innovatiekrediet Jaarverslag 2012. 23 blz.
Ministerie van Economische Zaken (2013d). Monitor Bedrijvenbeleid. Bedrijvenbeleid in beeld 2013 112 blz.

NAFCU (2013, december). 2013 NAFCU report on credit unions. 29 blz.
NVP (2014, april). Ondernemend vermogen: De Nederlandse private equity en venture capital markt in 2013. 15 blz.

OECD (2012, juni). Entrepreneurship at a glance 2012.
Oxford Economics (2011, november). The use of leasing amongst European SMEs.

Panteia (2007, oktober). Snelle groeiers zijn ambitieus. 15 blz.
Panteia (2012a, oktober) . The risk of growing fast. Does fast growth have a negative impact on the survival rate of firms? 18 blz.
Panteia (2012b, december). Financiering van innovatie in het MKB. 10 blz.
Panteia (2013a, juni). Bedrijfsfinanciering: zó kan het ook! Nieuwe financieringsvormen voor het MKB, een update. 28 blz.
Panteia (2013b, oktober). Financieringsmonitor 2013-2. 64 blz.
Panteia (2013c, maart). Benchmark klanten Qredits. 9 blz.
Panteia (2013d, januari). Leasing en factoring: Kansrijke financieringsinstrumenten. 108 blz.
Panteia (2013e, december). Algemeen beeld van het MKB in 2013 en 2014. 17 blz.
Panteia (2013f, april). Kerngegevens MKB 2012/2013: MKB en ondernemerschap in zakformaat. 86 blz.
Panteia (2013g, juni). De financiële positie van het MKB in 2013 en 2014. 26 blz.
Panteia (2013h, november). The Global Entrepreneurship Monitor: The Netherlands 2012, 68 blz.
Panteia (2013i, juli). Bedrijvendynamiek en werkgelegenheid 1998-2012. 14 blz.
Panteia (2013j, mei). Exportindex MKB. Ontwikkelingen 2008-2011. 71 blz.
Panteia (2013k, september). Monitor buitenlandse investeringen MKB. 62 blz.

Raad voor het Zelfstandig Ondernemerschap (2003), De financierbaarheid van het MKB: Een analyse van de financiële structuur, 124 blz.
Rabobank (2013). Financieren voor groei: Nu en in de toekomst. 42 blz.

Stuurgroep Kredietverlening (2013, mei). Kredietverlening aan het MKB. 11 blz.
Syntens (2011, december). Financiering bij innovatie en groei in het MKB in Randstad-Zuid: Een vraag-aanbod studie. 69 blz.
Syntens (2012, maart). Financiering bij innovatie en groei in het MKB in Randstad-Noord: Een vraag-aanbod studie. 78 blz.

Taskforce Kredietverlening (2010), 46 blz.
Technopolis (2012, december). Eindevaluatie Technopartner. 126 blz.
Toetsingskader Microkredieten (2013, september). 4 blz.
Tornado Insider (2013, april). Nederlandse investeringsklimaat voor Technostarters, 7-meting. In opdracht van Agentschap NL. 82 blz.

WOCCU (2013). 2012 statistical report. 4 blz.
van de Veer, K. en M. Hoerberichts (2013, oktober). The level effect of bank lending standards on business lending. DNB Working Paper nummer 396. 32 blz.

Zanders (2013, 25 juli). De nieuwe MKB-beurs: "The proof of the pudding is in the eating...".

V Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen

LEDEN WERKGROEP¹⁴

Johan van der Ende (Voorzitter)
Ernst Hagen
Rob Janssen
Ad van den Ouweland
Jeroen Rijk
Marcel Roberts

LEESWIJZER

In het deelrapport "Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen" wordt het perspectief van een institutionele belegger bij de beoordeling van beleggingen in MKB financieringen beschreven. Als institutionele beleggers worden betiteld pensioenfondsen, asset managers en verzekeraars. In de tekstuele uitwerking wordt vooral gesproken over pensioenfondsen. Financieringen betreffen mogelijke beleggingen in leningen, in aandelenvermogen en in tussenliggende vormen als achtergesteld vermogen. Ten aanzien van de inpasbaarheid in beleggingsportefeuilles neemt de vraagstelling waar MKB beleggingen aan dienen te voldoen een belangrijke plaats in.



¹⁴ De auteurs zijn allen verbonden of verbonden geweest aan institutionele beleggers, als beleggers. De bijdragen aan dit rapport zijn op persoonlijke titel.

HOOFDSTUK 1

Samenvatting en conclusies

1 INLEIDING

Per hoofdstuk worden de volgende onderwerpen behandeld:

Hoofdstuk 2. Hoe ziet het beleggingsproces van institutionele beleggers er uit?

Hoofdstuk 3. Welke karakteristieken van beleggingen zijn van belang bij de beoordeling?

Hoofdstuk 4. Hoe zien deze karakteristieken er uit voor MKB financieringen?

- Extrapolatie van de publieke markt
- Extrapolaties van private equity data en de Panteia dataset
- Percepties van institutionele beleggers

Hoofdstuk 5. Oplossingsrichtingen

De conclusies in dit deelrapport zijn als volgt:

- 1. Schaalgrootte gewenst**
Alleen grootschalige initiatieven (investeringsvolume > 1 miljard euro per jaar) zullen MKB financieringen als asset class op het netvlies van institutionele beleggers kunnen brengen. Bij substantiële omvang zal ook benchmarking makkelijker zijn. Beperking tot kleinschalige initiatieven leidt waarschijnlijk ook tot beperkte investeringsinteresse vanuit institutionele beleggers en leidt tot kleinschalige inpassing in bestaande private equity en credit mandaten bij institutionele beleggers.
- 2. Vermogensverschaffend instituut en/of fonds nodig**
Institutionele beleggers ontberen de analysecapaciteit om zelf en zelfstandig MKB financieringen te verzorgen. Dat wordt vooral veroorzaakt door het relatief grote aantal te behandelen aanvragen voor vermogen, gegeven de nu eenmaal beperkte schaal van MKB bedrijven. Een in te richten gespecialiseerd instituut (of instituten), en/of een fonds (fondsen) met een specifiek mandaat, is daarom gewenst. Deze instituten kunnen natuurlijk deel zijn van een reeds bestaande bank, verzekeraar of vermogensbeheerder. Ook de nog in te richten Nederlandse Investeringsinstelling (NII) kan hiervoor een belangrijke schakel vormen.
- 3. Gebrek aan inzichtelijkheid marktdata vereist beperkte garantie en/of risicodeling door MKB zelf**
Door het ontbreken van inzicht in betrouwbaar datamateriaal lijkt een vorm van (beperkte) garantie gewenst om de gewenste investeringen vlot te trekken.

De aanbevelingen aan institutionele beleggers luiden als volgt:

a. Instituten en/ of fondsen

Bevorder de creatie van instituten en/of fondsen die met funding van institutionele beleggers bijdragen aan de financiering van het MKB in Nederland. Zij kunnen natuurlijk deel uitmaken van een reeds bestaande instelling zoals een bank, een verzekeraar of een vermogensbeheerder.

De kans dat pensioenfondsen of hun beheerders zelf instituten of fondsen gaan oprichten die zich richten op 'echt MKB' wordt gering geacht, omdat het te ver afstaat van de eigen werkwijzen. Zie daarvoor Hoofdstuk 2 in dit deelrapport.

b. Vreemd vermogen samen met de banken

Dergelijke in te richten instituten en/of fondsen zouden zich goed kunnen richten op het verstrekken van vreemd vermogen financiering aan het MKB, gebaseerd en gebruik makend van de kredietverleningsafdelingen van de (groot) banken in Nederland. Deze financieringen zouden gezamenlijk met de banken, danwel pari passu (met gelijke rechten) met de banken verstrekt kunnen worden. Onduidelijk is hoe hier vanuit de vraagzijde naar wordt gekeken: verder begrip of hier de echte behoefte van het MKB ligt is wel gewenst.

c. Verstrekken van eigen vermogen

Het verstrekken van eigen vermogen is de meest effectieve manier om de groei van MKB bedrijven te faciliteren. Het is ook de meest risicovolle. Er is echter een volwassen Nederlandse private equity markt, die ook goed lijkt te functioneren, met attractieve rendementen en met veel aanbieders. Het lijkt er op dat deze deelmarkt goed functioneert.

Er zullen bedrijven zijn die door gebrek aan transparantie (onvoldoende inzicht in rendement en risico), de voor verkrijging van vermogen noodzakelijke overdracht van medezeggenschap door de MKB ondernemer (aandeelhoudersrechten) en lage liquiditeit minder interesse zullen hebben in versterken van het vermogen via private equity en venture capital partijen. Private equity en venture capital is een belangrijke weg voor het versterken van het eigen vermogen van het MKB.

d. Achtergesteld vermogen met vorm van risicodeling

Het creëren van een bijzondere vorm van achtergesteld vreemd vermogen lijkt een goede tussenweg, tussen eigen vermogen en 'bankleningen'. Deze bijzondere vermogensvorm zou een vorm kunnen krijgen vergelijkbaar met de 'Tante Agaath'-regeling voor particulieren. Pensioenfondsen zouden gefacilieerd kunnen worden met een (beperkte) vorm van garantie. Deze garantie zou (deels) gefinancierd kunnen worden door het betalen van een beperkte premie. De garantie vermindert het risico substantieel in een marktsegment wat tot vandaag nog gekenmerkt wordt door een beperkte inzichtelijkheid. Alternatief voor een garantie is dat de MKB bedrijven zelf (beperkt) mee investeren in het instituut en/of fonds, maar daar wel optreden als risicodragers.

HOOFDSTUK 2

Het beleggingsproces van institutionele beleggers

Institutionele beleggers verschillen naar hun aard in de wijze waarop ze hun beleggingsprocessen vormgeven. In dit hoofdstuk behandelen we eerst de wijze waarop pensioenfondsen hun beleggingsproces vormgeven, daarna geven we aan hoe verze-kerdaars daarop op onderdelen van afwijken.

Het beleggingsproces bij pensioenfondsen kent veelal de volgende verschillende beslisniveaus. Voor dit hoofdstuk onderscheiden we als beslisniveaus het bestuur van het pensioenfonds, het bestuursbureau, de fiduciair manager en de asset manager.

Het pensioenfondsbestuur

Het bestuur van het fonds is eindverantwoordelijk en zal daarom zeker alle grotere beleggingsbeslissingen nemen en ook beslissingen met een reputatie impact. De navolgende beleidsstukken bereiken in ieder geval de bestuurstafel.

Een Asset and Liability Management Studie (ALM Studie) geeft een lange termijn inzicht in hoe de financiële situatie en het risicoprofiel van een fonds zich ontwikkelt onder verschillende scenario's. Deze scenario's kunnen stochastisch ('random') of deterministisch ('causaal') van aard zijn. Eén van de doelen van de ALM Studie is het bepalen van de gewenste beleggingsmix, waarbij slechts een beperkt aantal beleggingscategorieën wordt onderscheiden. Vuistregel is dat een beleggingscategorie (of 'asset class') meer dan 3% van de totale beleggingen dient uit te maken om relevant te zijn in de context van de ALM Studie. Het ligt daarmee niet voor de hand dat

in een ALM Studie vandaag de dag aandacht zal besteden aan mogelijke investeringen in MKB. Het kan ook niet, juist omdat rendementsdata over een langere periode ontbreken.

Een ALM Studie wordt vervolgens vertaald naar een meer operationeel beleggingsplan. Fondsen maken meestal 1x per jaar een beleggingsplan, voor een kalenderjaar. Hoofddoel van een beleggingsplan is te komen tot een verdere invulling van een beleggingsportefeuille, binnen bepaalde rendements- en risico-inschattingen. Veelal wordt met het beleggingsplan een groot deel van de uitvoering van het plan gedelegeerd naar een (fiduciair) asset manager.

In een beleggingsplan wordt bijvoorbeeld aangegeven hoe de beleggingscategorie Aandelen nader wordt onderverdeeld naar bijvoorbeeld geografische allocatie (VS versus Europa bijvoorbeeld), naar stijlen (bijvoorbeeld Groei versus Waarde aandelen), tot aan het niveau van de verschillende asset managers. Ook het introduceren van een nieuwe beleggingscategorie zal hier zeker in beschreven worden.

Veel pensioenfondsen hebben de afgelopen jaren ook hun 'investment beliefs' (beleggingsovertuigingen) nader geconcretiseerd. Daarin heeft een bestuur voor zichzelf een aantal uitgangspunten voor het beleggingsbeleid geformuleerd die helpen bij het maken van afwegingen. Die afwegingen kunnen betrekking op keuzes rond actief of passief beheer, toelaatbare hoogte van kosten, duurzaamheid en impact.

Het bestuur zal naast bovenvermelde documenten ook tussentijds belangrijker beleggingsbeslissingen beoordelen en goedkeuren, in een goede samenwerking met een beleggingscommissie en/of een bestuursbureau. Dit zal zeker het geval zijn als een beslissing buiten de gedelegeerde bevoegdheden als weergegeven in een beleggingsplan valt. Maar ook besluiten van bijzondere aard ('buiten de gebaande paden') en besluiten met mogelijke reputatiegevolgen vallen hieronder.

Een besluit om in MKB financieringen te gaan beleggen kan dus eventueel tussentijds worden genomen, zeker als de omvang ten opzichte van de totale portefeuille beperkt is. Het besluit zal naar verwachting ook op bestuursniveau genomen worden, juist vanwege de verwachte maatschappelijke impact en verwachte publiciteit bij een dergelijke beslissing.

Het bestuursbureau van het pensioenfonds

Pensioenfondsen kennen soms ter ondersteuning van het bestuur een bestuursbureau. Taken en bevoegdheden van bestuursbureaus verschillen van fonds tot fonds. Maar altijd hebben bestuursbureaus een belangrijke rol in de beleidsvoorbereiding van het bestuur en in de wijze waarop het bestuur wordt geïnformeerd. Deze 'gatekeeper' rol maakt dat bestuursbureaus zeker betrokken moeten worden bij verdere voorlichting over MKB financieringen.

De fiduciair manager

Veel pensioenfondsen, maar zeker niet alle, hebben een fiduciair mana-

ger aangesteld voor het dagelijkse operationele beleggingsbeheer. Dat gaat dan in ieder geval om de monitoring van aangestelde asset managers, meestal ook de selectie van nieuwe managers en soms ook de aanstelling (en ontslag) van asset managers.

Om in de selectieprocessen van fiduciair managers mee te kunnen doen zullen aanbieders van MKB financieringen er voor zorg moeten dragen dat ze opgenomen worden in de databases van deze managers. Dat vereist dat voldaan moet zijn aan minimaal te stellen eisen op het gebied van organisatie, reporting, track record van de beheerders van de fondsen en zo mogelijk track record van de beleggingsstrategie zelf. Dat laatste is voor elk nieuw initiatief lastig, maar in de praktijk is gebrek aan dit track record niet onoverkomelijk. Fiduciair managers verschillen daarbij in de criteria die ze hanteren.

Veel fiduciaire asset managers leveren ook een vorm van strategische advisering met betrekking tot de samenstelling van de beleggingsportefeuilles. Dat maakt deze fiduciaire asset managers ook tot een doelgroep voor het onder de aandacht brengen van investeringsmogelijkheden in het MKB.

De asset manager

De asset manager is de gespecialiseerde uitvoerder van een beleggingsstrategie. Dat kunnen meerdere funds of mandaten betreffen, het kan een fonds-in-fonds (fund-of-funds) zijn of de beheerder van een enkel fund zijn. Het ligt in de lijn der verwachtingen dat een bestaande of een nieuw gevormde asset manager een fund creëert voor MKB financieringen.

Voor verzekeraars mag verwacht worden dat de overwegingen sterk overeenkomen, maar dat er sprake is van een meer geïntegreerd beslissingsproces. Daarnaast is het zo dat verzekeraars meer geïnteresseerd zullen zijn in vreemd vermogensvertrekking dan de pensioenfondsen, en minder geïnteresseerd zullen zijn in het beschikbaar stellen van risicodragend vermogen, zoals eigen vermogen en achtergestelde leningen, door een kortere beleggingshorizon en andere solvabiliteitsvereisten.

Voor pensioenfondsen en verzekeraars geldt beide dat besluitvorming over beleggingsplannen voor komende jaren veelal plaatsvindt in het vierde kwartaal. Promotie van beleggingen in het MKB kan zich daarom het beste richten op het derde kwartaal van het kalenderjaar. Promotie betekent hier het presenteren van institutionele oplossingen die vanuit uiterlijk 1 januari van het daaropvolgende kalenderjaar investeerbaar zijn.

Samengevat:

Besturen en bestuursbureaus van pensioenfondsen zullen zeker betrokken zijn bij een mogelijke belegging in MKB financieringen, met name vanwege het maatschappelijke belang van de investering. De feitelijke keuze hoe er belegd gaat worden zal vooral liggen bij fiduciair managers en asset managers. Als zij niet de feitelijke beslissing nemen, zullen ze zeker fungeren als 'gatekeeper': zij sturen hoe een beslissing bij een bestuur gebracht wordt.

HOOFDSTUK 3

Benodigde informatie in het beleggingsproces

Voor de beoordeling van de aantrekkelijkheid dan wel wenselijkheid van mogelijke asset classes in de beleggingsportefeuilles zijn de navolgende criteria van belang:

1. *Verwacht rendement*
de mate waarin het verwachte rendement voldoende compensatie biedt voor de te lopen risico's
2. *Verwacht risico*
het verwachte risico wordt beoordeeld in samenhang met het rendement en de diversificatie- c.q. matchingeigenschappen van de belegging
3. *Diversificatie*
samenhang van rendement en risico met andere beleggingen
4. *Matching*
samenhang van rendement en risico met de pensioen- en/of verzekeringsverplichtingen
5. *Liquiditeit*
de mate waarin beleggingen zonder al te veel kosten weer verkocht kunnen worden
6. *Complexiteit*
de mate waarin beleggingen transparant en begrijpelijk zijn
7. *Wijze van outsourcing*
de manier waarop het dagelijkse beleggingsbeleid voor een bepaalde asset class is uitbesteed aan een gespecialiseerde asset manager
8. *Relevantie*
de mate waarin er voldoende in belegd kan worden om van belang te zijn voor de rendementskarakteristieken van de portefeuille
9. *ESG-criteria*
de mate waarin de beleggingen voldoen aan de eisen die de belegger stelt ten aanzien van de maatschappelijke impact c.q. wenselijkheid
10. *Kosten*
zijn de uitvoeringskosten, management fees en performance fees transparant en ook redelijk?
11. *Alignment of interest*
is er voldoende gemeenschappelijk belang en belangenafweging tussen eindbelegger, beheerder en de partij/fonds/bedrijf waarin belegd wordt?
12. *Waardering*
kunnen de beleggingen voldoende betrouwbaar en ook onafhankelijk van de asset manager gewaardeerd worden?
13. *Reputatierisico*
in hoeverre kunnen (nieuwe) beleggingen schade doen c.q. bijdragen aan een positief imago van de institutionele belegger?
14. *Wet- en regelgeving*
is er wetgeving die verhindert dat bepaalde beleggingen opgenomen kunnen worden in de beleggingsportefeuille?

De punten 1 t/m 4 zijn van belang voor de ALM Studie. Alle 14 punten zijn van belang voor het beleggingsplan. Voor MKB financieringen valt het volgende op te merken voor de genoemde 14 punten.

Ad 1 t/m 4: Er zijn weinig datareeksen beschikbaar om tot een afgewogen oordeel te komen met betrekking tot de punten verwacht rendement, verwacht risico, diversificatie-eigenschappen en matching.

Ad 5: De liquiditeit van de beleggingsstrategie zal in formele zin ('verkoopbaarheid') laag zijn, tenzij een markt op basis van securitisatie (vergelijkbaar met particuliere hypotheek) kan worden ontwikkeld. Maar ook zonder securitisatie zal een

leningenportefeuille een beperkte liquiditeit genereren door rentebetalingen en aflossingen. Maar het moge duidelijk zijn dat slechts sprake zal zijn van beperkte liquiditeit. Financieringen met aandelenvermogen zullen zeer illiquide zijn.

Ad 6 en 7: De complexiteit van een belegging in MKB financieringen zal hoog zijn. Een dergelijke belegging vergt een uitbesteding (institutionele beleggers hebben zelf geen apparaat voor kleinschalige zakelijke financieringen), is door het ontbreken van langere termijn rendementsreeksen minder transparant en daardoor minder goed op risico's te beoordelen. De daardoor ontstane complexiteit kan beheerst worden door het aantal modaliteiten (verschillende vormen) van MKB financieringen beperkt te houden en door goed te letten op een zo eenvoudig mogelijke en transparante uitvoering. Hierbij dient goed rekening gehouden te worden met de aanwijzingen die de toezichthouder (DNB) gegeven heeft aan pensioenfondsen met betrekking tot inzicht en doorzicht in de beleggingen die opgenomen worden in de beleggingsportefeuilles. Hierbij is het van belang dat pensioenfondsen hun beleggingsactiviteiten bijna altijd en grotendeels hebben uitbesteed aan meer gespecialiseerde asset managers. Daarbij zullen die gespecialiseerde asset managers voldoende professioneel, transparant moeten zijn, en moet er sprake zijn van een zekere gelijkschakeling van belangen ('alignment of interest'), tot uiting komend in de wijze waarop winsten en verliezen worden verdeeld tussen de asset manager en het pensioenfonds.

Ad 8: De relevantie heeft met name met de mogelijke omvang van een asset class of beleggingsinstrument te maken. Hiervoor is vooral van belang dat de asset class voldoende omvang heeft om ook impact te hebben "voor de komma". Een uiteindelijk te bereiken omvang van minimaal 1 miljard euro per jaar is noodzakelijk om MKB financieringen ook voldoende relevant

te maken om op te nemen in de beleggingsportefeuilles van meerdere pensioenfondsen.

Bij een verstrekking van 1 miljard euro per jaar en op termijn een omvang van 15 miljard euro wordt iets meer dan 2% van de totale financieringsbehoefte van het MKB gedekt. Zie Hoofdstuk 4 Korte analyse MKB marktomvang.

Ad 9: Het volgende punt, en zeker niet het minste, betreft het voldoen aan ESG-criteria voor de beleggers. De beleggingen zullen moeten passen in het betreffende beleid voor institutionele beleggers. Daar zijn op voorhand geen grote bezwaren te verwachten. Bepaalde soorten bedrijven zullen wellicht niet voor financiering in aanmerking kunnen komen, omdat er bijvoorbeeld onderdelen voor massavernietigingswapens worden geproduceerd. Het aantal uitsluitingen zal in de praktijk zeer beperkt zijn. Voor MKB financieringen zal wel duidelijk moeten worden dat financiering via institutionele beleggers ook bijdraagt aan een soepeler verlopende financiële markt voor het MKB, dus dat het een voordeel oplevert ten opzichte van traditionele bankfinancieringen en private equity en venture capital maatschappijen. Van deze voordelen wordt ook een zekere bestendigheid of duurzaamheid verwacht, beleggingen in MKB als tijdelijk hulpmiddel zullen minder kans van slagen hebben. Het voorgaande is met name een positief antwoord op de vraag of er a priori bezwaren zijn tegen investeren in het MKB. Het antwoord daarop is dat er geen bezwaren zijn.

Sommige fondsen alloceren expliciet gelden voor beleggingen met een duidelijk maatschappelijk rendement, naast een financieel rendement. MKB financieringen zouden zeker ook in deze speciale allocaties kunnen passen. Voor een verdere invulling van het maatschappelijk rendement van een belegging in MKB wordt verwezen naar het deelrapport "Het MKB en Duurzaamheid".

Ad 10 en 11: De totale kosten verbonden aan het doen van bepaalde beleggingen, en ook samenhang van de kosten door performance fees is een onderwerp dat de laatste jaren sterk aan belang heeft gewonnen. Institutionele beleggers zijn steeds transparanter over de kosten verbonden aan de bedrijfsuitoefening en ook deze kosten horen daarbij. De som van de totale kosten zal in een redelijke verhouding moeten staan tot de behaalde resultaten en het verrichte werk. 'Performance fees' en/of deelnemen in de risico's ('skin in the game') door de uitvoerders van de beleggingsstrategieën worden gezien als belangrijke manieren om 'alignment of interest' (een gemeenschappelijk belang) te creëren.

Ad 12: Samenhangend met het inzicht in rendement en risico is de vraag naar betrouwbare en onafhankelijke waardering van beleggingen. Voor institutionele beleggers neemt de betrouwbaarheid af naarmate er minder frequent in gehandeld kan worden.

Ad 13: Beleggingen kunnen reputatierisico's met zich meebrengen. Dat kan in de vorm van een bedreiging, bijvoorbeeld in de vorm van een belegging die niet aansluit bij de wensen van de klanten van de institutionele beleggers. Het kan ook gezien worden in de vorm van een kans, waarbij beleggingen gedaan worden die nauw aansluiten bij de wensen van de klanten. Beleggingen in het MKB kunnen positieve impact hebben op reputatie gezien de berichtgeving hierover.

Ad 14: Tot slot zal een belegging moeten voldoen aan relevante wet- en regelgeving. Vanuit wet- en regelgeving worden eisen gesteld aan fondsstructuur, transparantie, administratieve organisatie en dergelijke. Deze eisen zullen ook toegepast moeten worden op MKB financieringen.

Percepties van het MKB

Aan bovenstaande criteria zal ver- gaand tegemoet gekomen moeten worden om beleggingen in MKB financieringen mogelijk te maken. Dat is des te belangrijker omdat anders percepties in plaats van feiten de boventoon zullen voeren. De volgende percepties kunnen bedreigend zijn:

1. MKB financieringen zullen te risicovol zijn voor het rendement dat ze bieden.

Een oplossing hiervoor is het ver- krijgen van tijdreeksen die risico, rendement en samenhang met andere beleggingen beschrijven. Hierbij lijkt een vorm van (beperkte) garantie c.q. het MKB zelf, gewenst om de gewens- te investeringen vlot te trekken. Deze garanties zouden dan met name het

risico op grote tegenvallers moeten beperken ('tail risk protection').Vol- ledige (of bijna volledige afdekking) van de risico's, zoals bij de Nationale Hypotheekgarantie aan de orde is, is geen noodzaak en ook minder aan- trekkelijk omdat het dan ook een lager rendement zal genereren.

2. MKB financieringen zijn gemid- deld genomen te klein als asset class om als relevant betiteld te kunnen worden.

De oplossing hiervoor is het maken van een gefundeerde inschatting op basis waarvan de potentiële behoefte ingeschat kan worden. De concrete behoefte is opgenomen in het deelrap- port "Het MKB - Cijfers en Trends".

3. Beleggen in MKB financierin- gen zal bij afwezigheid van een bestaand efficiënt instituut of instrumentarium als te arbeids- intensief worden beschouwd, gegeven de geringe omvang per lening en het daardoor resul- rende aantal financieringen dat beoordeeld moet worden.

De oplossing hiervoor is het maken van een blauwdruk van een instituut (instituten) , en/of fonds (fondsen) met een specifiek mandaat onder be- heer van een professionele beheerder, of een instrumentarium gebaseerd op de resultaten onder 1 en 2, en/of het onderbrengen bij een reeds bestaand onderdeel van een bank, verzekeraar of vermogensbeheerder.

HOOFDSTUK 4

Beleggen in MKB financieringen: wat weten we er van?

In dit hoofdstuk gaan we in op wat we weten van beleggen in kleinere bedrij- ven. Daar is door het ontbreken van voldoende datareeksen geen direct antwoord op te geven. We kunnen wel een aantal indirecte antwoorden geven en deze combineren tot een samenvattende conclusie.

We kijken eerst naar geaggregeerde gegevens voor het totale Nederlandse MKB, daarna naar beschikbare gege- vens over Nederlandse private equity en venture capital ondernemingen en we trekken aan het eind nog een parallel met beursgenoteerde onder- nemingen.

4.1 KORTE ANALYSE VAN MKB MARKTOM- VANG, RENTABILITEIT EN SOLVABILITEIT

De Panteia dataset bevat een overzicht met per sector van het MKB samenge- vatte financiële gegevens. Deze gegevens zijn geaggregeerd voor het gehele MKB in de volgende twee tabellen.

Omvang marktpotentieel, gehele MKB sector in miljard euro	2010	2011	2012
Eigen vermogen	246	255	262
Lang vreemd vermogen	266	274	273
Kort rentedragend vreemd vermogen	158	161	160
Overig vreemd vermogen	57	52	56
Totaal	727	742	751

Tabel 1: Omvang marktpotentieel gehele MKB sector. Bron: Panteia.

Het balanstotaal van het gecombineerde MKB bedraagt per 2012 750 miljard euro, en stijgt met enkele procenten per jaar. De verdeling eigen vermogen, lang vreemd vermogen en kort vreemd vermogen is ruwweg

1/3 per categorie. In dit deelrapport komt uit de bevindingen als indruk naar voren, dat het MKB meer afhankelijk van financiering met vreemd vermogen is, dan bijvoorbeeld grotere beursgenoteerde ondernemingen.

Rentabiliteit eigen vermogen, totaal vermogen en solvabiliteit 2010-2012

	Gemiddelde	Spreiding	Minimum	Maximum
Solvabiliteit	34%	6%	20%	43%
REV	12%	8%	0%	37%
RTV	6%	4%	0%	15%

Solvabiliteit is gemiddelde over jaren 2010-2012

REV is rentabiliteit van het eigen vermogen, jaren 2010-2012, per sector

RTV is rentabiliteit van het totaal vermogen, jaren 2010-2012, per sector

Tabel 2: Kengetallen rentabiliteit en solvabiliteit. Bron: Panteia.

De weergegeven getallen zijn berekend op basis van gemiddelden per sector, voor de kalenderjaren 2010 t/m 2012. De solvabiliteit per sector varieert tussen de 20 en 43% (met natuurlijk nog spreiding binnen de sectoren). De rentabiliteit van het eigen vermogen (op boekwaarde) is gelijk aan een gedegen gemiddeld circa 10%, met een spreiding tussen de 0 en 37% per sector. De rentabiliteit op het totale vermogen (dus eigen en vreemd vermogen gezamenlijk) is gelijk aan 6%, met een spreiding tussen 0 en 15%.

Met bovenstaande getallen krijgen we een indruk van de omvang, rentabiliteit en solvabiliteit op sector niveau, op boekwaarden. De totale omvang van het MKB is groot, met een balanstotaal van 750 miljard euro. De rentabiliteit is goed, met gemiddeld circa 10%, met een behoorlijke spreiding over sectoren. De spreiding per onderneming zal nog wat groter zijn, maar levert gemiddeld hetzelfde beeld.

4.2 ANALYSE VAN PRIVATE EQUITY EN VENTURE CAPITAL RENDEMENTEN

Er is beperkt inzicht in de rendementscijfers van op het Nederlandse MKB gerichte private equity en venture capital fondsen. De Thomson Reuters VentureXpert database levert het volgende beeld op voor netto-

performance data sinds inceptie van 44 Nederlandse private equity en venture capital fondsen voor investeringen in het Nederlandse bedrijfsleven.¹⁶

Rendement Nederlandse private equity en venture capital fondsen

Aantal:	44 fondsen
Gezamenlijk vermogen:	7,4 miljard euro
Gemiddelde IRR:	11,6%
Pooled average IRR:	9,5%

Tabel 3: Rendement Nederlandse private equity en venture capital fondsen.

IRR: internal rate of return (opbrengstvoet), meestal uitgedrukt als percentage. Geeft het netto rendement van de investering weer. Het is de opbrengstvoet (ook disconteringsvoet genoemd) waarbij de netto contante waarde van het geheel van uitgaven en ontvangsten nul is. Een private equity investering is aantrekkelijk als de IRR hoog is.

Pooled average IRR: gewogen gemiddelde IRR waarbij berekening plaatsvindt alsof de private equity en venture capital fondsen als één individueel fonds worden beschouwd.

Uit het voorgaande moge duidelijk zijn dat gemiddeld genomen aantrekkelijke rendementen op private equity behaald zijn, ook als dat met deelnemingen in MKB bedrijven is gebeurd. Het risico,

in de vorm van de spreiding van rendementen, is overigens hoog aangezien de verschillen in rendementscijfers tussen de fondsen onderling aanzienlijk is.

4.3 ANALYSE VAN AANDELENRENDEMENTEN: ZIJN KLEINERE ONDERNEMINGEN ANDERS?

Behaalde resultaten met beursgenoteerde beleggingen leren dat er op langere termijn sprake is van gemiddeld hogere rendementen voor kleinere ondernemingen.

Met behulp van data (maandrendementen) over de periode september 2002 tot en met maart 2014 is het volgende beeld te schetsen van het effect van omvang op de rendementen en spreiding (standaarddeviatie) van rendementen op aandelen:

September 2002 t/m maart 2014

		Rendement	Spreiding
Heel groot	(Stoxx 50)	5,8%	18%
Groot	(AEX)	5,5%	20%
Middel	(AMX)	10,1%	21%
Klein	(AScX)	10,1%	18%
MKB	?	?	?

Tabel 4: Aandelenrendementen en volatiliteit. Bron: Bloomberg en dataverwerking door werkgroep "Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen".

¹⁶ Bron: Thomson Reuters VentureXpert database, rapportagedatum 30 september 2013, Professor Roosenboom, Erasmus Universiteit Rotterdam.

Over de weergegeven periode was de performance van kleinere bedrijven beter dan die van grotere, bij eenzelfde risicoprofiel. 'Klein' in deze tabel is daarbij wel veel groter dan het MKB bedrijf. Bovenstaande tabel bevestigt het uit de academische literatuur bekende 'small cap effect', beleggen in kleinere ondernemingen levert op langere termijn een beter risico/rendementsprofiel op.

Daarnaast laat Tabel 5 zien dat de correlatie dusdanig is dat ook sprake is van een - zij het beperkt - diversifiërend effect.

Maar het is natuurlijk nog een open vraag of die conclusie doorgetrokken mag worden naar het MKB.

Correlaties tussen aandelenindices

	Stoxx50	AEX	AMX	AScX
Stoxx50	1.00			
AEX	0.90	1.00		
AMX	0.80	0.86	1.00	
AScX	0.72	0.76	0.86	1.00

Tabel 5: Correlaties tussen aandelenindices. Bron: Bloomberg en dataverwerking door werkgroep "Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen".

Conclusie:

De voorgaande globale analyses geven aan dat beleggen in kleinere ondernemingen zeker niet ten koste hoeft te gaan van het rendement. De analyses zijn echter te globaal om stelligere uitspraken te kunnen doen. A priori is er dus geen reden om niet te beleggen in MKB ondernemingen.

HOOFDSTUK 5

Mogelijke oplossingsrichtingen

In dit hoofdstuk geven we een beoordeling van drie mogelijke oplossingsrichtingen voor de financiering van het MKB. We bespreken eerst mogelijkheden voor het verschaffen van vreemd vermogen, naast de bestaande vormen van bankfinancieringen, daarna de mogelijkheden voor het verschaffen van eigen vermogen voor MKB ondernemingen. We sluiten af met de mogelijkheden voor het verschaffen van achtergesteld vermogen, een tussenvorm tussen eigen vermogen en traditionele bankfinanciering.

5.1 VREEMD VERMOGEN, NAAST BANKFINANCIERING

De eerste mogelijkheid is dat institutionele beleggers via een instituut en/of fonds, al dan niet gebruik makend van kennis en kunde van de banken, beleggen in leningen aan MKB bedrijven. De kosten van de leningen zullen vergelijkbaar zijn met die van de banken.

De voordelen zijn:

- * Verruiming kredietmogelijkheden MKB bedrijf
- * Gespecialiseerd instituut bewaakt risico's
- * Leningen zullen door aflossingen en rentebetalingen deels eigen liquiditeit genereren

De nadelen zijn:

- * Hier ligt misschien niet de concrete behoefte. Verkrijging van vreemd vermogen lijkt niet het grootste probleem te zijn voor het MKB, behalve voor verlieslatende bedrijven
- * Zekerheden zullen in de praktijk al in handen van de banken zijn
- * Het realiseren van een juiste 'alignment of interest' zal moeilijk zijn: weinig zekerheden, wel hetzelfde risico als de banken
- * Rentabiliteit van beleggingen zal waarschijnlijk beperkt zijn
- * Zonder medewerking van de banken zal er geen inzicht zijn in de risico- en rendementskarakteristieken van deze beleggingen

Conclusie:

Het inrichten van een instituut, of pooling via een fonds, dat concurrerend zal zijn met bankfinanciering zal waarschijnlijk weinig attractief zijn qua rentabiliteit en zal problemen hebben om tot een juiste 'alignment of interest' te komen. Overigens kan de 'alignment of interest'-problematiek verkleind worden als banken die kredieten beoordelen voor dit instituut en/of fonds, zelf deelnemen in het instituut en/of fonds c.q. als toewijzing van een lening aan de bank of aan een fonds door het toeval ("random") bepaald wordt. Het in te richten instituut, of fonds, kan onderdeel zijn van een reeds bestaande instelling (bank, verzekeraar, vermogensbeheerder).

5.2 VERSCHAFFEN VAN EIGEN VERMOGEN

Met name groeiende bedrijven zullen in de praktijk geconfronteerd worden met beperkte leencapaciteit, vanwege een beperkte omvang van het aanwezige eigen vermogen. Het ligt dan voor de hand om mede-investeerdere te zoeken voor het bedrijf. Maar het hebben van extra aandeelhouders - zeker met een groter aandelenbelang - betekent ook het delen van de zeggenschap over het bedrijf. Dat is een oplossing die met name DGA's als minder aantrekkelijk kunnen ervaren. Alhoewel op papier deze spanning opgelost kan worden door het uitgeven van aandelen zonder stemrecht (of certificaten van aandelen) of het stemrecht beperkt kan worden betekent dat voor de belegger ook het opgeven rechten. Dergelijke oplossingen versterken de 'alignment of interest' niet.

Gegeven het feit dat er in totaal meer dan 100 Nederlandse private equity en venture capital partijen op deze markt acteren is duidelijk dat er al een marktoplossing bestaat. Maar wellicht is er plaats voor meer partijen c.q. grotere fondsen bij meer aanbod van kapitaal.

De voordelen zijn:

- * Grote impact voor groeiende bedrijven, vergroot ook de leencapaciteit
- * Behoeft is aanwezig

De nadelen zijn:

- * Oplossingen voor opgeven zeggenschap, zonder dat sprake is van verlies van 'alignment of interest' is niet eenvoudig
- * Beoordeling eigen vermogensverschaffing in principe arbeidsintensiever en daarmee duurder
- * Liquiditeit zal gering zijn
- * Transparantie zal gering zijn

Conclusie:

Duidelijke behoefte bij MKB, maar moeilijk in een vorm te verpakken die anders is dan de oplossingen die bestaande private equity en venture capital partijen reeds bieden en het toch investeerbaar houdt voor institutionele beleggers.

5.3 VERSCHAFFEN ACHTERGESTELD VERMOGEN

De tussenvorm tussen vreemd vermogen en eigen vermogen is achtergesteld vermogen. Verliezen in ondernemingen worden in dat geval eerst opgevangen uit het eigen vermogen, daarna uit achtergesteld vermogen, waarna pas de bankfinanciering (normaal vreemd vermogen) wordt geraakt. Vergroting van het bedrijfsvermogen met achtergesteld vermogen betekent daarmee dat de zeggenschap bij de bestaande aandeelhouders blijft, maar dat verdere kredietverruiming mogelijk is doordat voor de normale vreemd vermogensverschaffers de buffer toeneemt, waaruit verliezen kunnen worden voldaan.

De verstrekker van het achtergesteld vermogen heeft daarmee wel een 'dubbele achterstelling': achtergesteld bij aandeelhouders doordat er geen zeggenschap is, en achtergesteld bij de vreemd vermogensverschaffers doordat verliezen eerst opgevangen worden uit eigen en achtergesteld vermogen, voordat het vreemd vermogen geraakt wordt.

Juist de beperkte transparantie maakt verstrekking van achtergesteld vermogen lastig en risicovol. Gegeven het vereiste inzicht in de risico's van het fonds en verdere transparantie lijkt het zeer gewenst dat de risico's in het op te richten fonds niet volledig bij de beleggers gelegd gaan worden.

Anders gezegd: met 100% van de risico's bij de beleggers zal dit fonds niet kunnen voldoen aan eisen van 'alignment of interest' en voldoende inzicht in risico en rendement. Een oplossing kan liggen in het realiseren van een buffer waaruit verliezen op de achtergestelde leningen (grotendeels) opgevangen kunnen worden. Deze buffer zou kunnen bestaan uit een vorm van een garantie of de buffer zou bijeengebracht kunnen worden door degenen die de achtergestelde leningen opnemen. Als de buffer wordt verstrekt door een derdepartij, dan zou dat er zo uit kunnen zien.

Voorbeeld van de werking van een garantie:

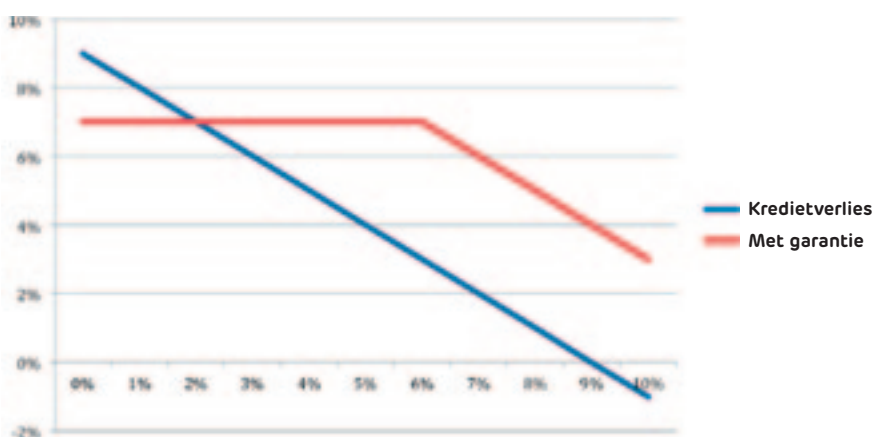
Het op te richten instituut, en/of pooling via een fonds, verstrekt achtergestelde leningen van [250.000 tot 2.5 miljoen] euro aan MKB ondernemingen. Een derde partij neemt het risico over van kredietverliezen op deze portefeuille, tot een maximum van [6%] per jaar. De gemiddelde rente op de achtergestelde leningen zal hoog zijn, zeker hoger dan [9%] per jaar. Het instituut en /of fonds zal aan deze partij per jaar een vergoeding betalen van [2%] per jaar. Voor de verdeling van winst en verlies ontstaat dan het volgende beeld:

Portefeuille				
Bruto rente	Kredietverlies	Kosten garantie	Derde partij	Belegger
(1)	(2)	(3)	(3)-(2)	
9%	0%	2%	2%	7%
9%	1%	2%	1%	7%
9%	2%	2%	0%	7%
9%	3%	2%	- 1%	7%
9%	6%	2%	- 4%*	7%
9%	10%	2%	- 4%*	5%

*) maximaal verlies bereikt op garantie

Tabel 6: Illustratief beleggersrendement achtergestelde leningen, met garantie.

Beleggersrendement, met en zonder garantie



Figuur 1: Illustratief beleggersrendement achtergestelde leningen, met en zonder garantie.

De horizontale as geeft de omvang van kredietverliezen weer, de verticale as geeft weer welk rendement door de belegger wordt behaald. De grafiek illustreert dat bij weinig kredietverliezen ('normale situaties') de belegger minder winst maakt, dat bij grotere verliezen de belegger beschermt blijft door de garantie, totdat het maximum van de garantie bereikt wordt.

Het voorgaande is natuurlijk uitsluitend bedoeld als illustratie. In de praktijk zal het instituut en/of fonds ook kosten maken ten laste van de rente-inkomsten en zal niet op voorhand duidelijk zijn wat een goede prijs is voor de garantie.

Een tweede bron van de buffer zou gevonden kunnen worden in de vorm van degenen die een achtergestelde lening opnemen. Dat zou als volgt kunnen werken. Van elke lening die opgenomen wordt, wordt [5%] als vermogen geplaatst bij het instituut

en/of fonds. Verliezen op de achtergestelde leningen worden eerst verhaald op het op deze wijze geplaatste eigen vermogen.

Mocht een MKB bedrijf zelf niet aan zijn betalingsverplichtingen kunnen voldoen, dan wordt (het restant van) het door dat bedrijf geplaatste vermogen gesaldeerd met de restschuld.

Het verwachte rendement op het aldus door geldnemers bijeengebrachte eigen vermogen van het fonds wordt bepaald door de spread tussen de op-

brengsten van de achtergestelde leningen, de spread tussen de rente op de achtergestelde leningen en de rente op funding verstrekt door beleggers en de kosten van het instituut en/of fonds. In essentie is dit het model van de oorspronkelijke bank coöperaties. Het volgende voorbeeld illustreert het geheel vanuit het perspectief van de belegger.

Voorbeeld coöperatief model met risicodeling door MKB ondernemers

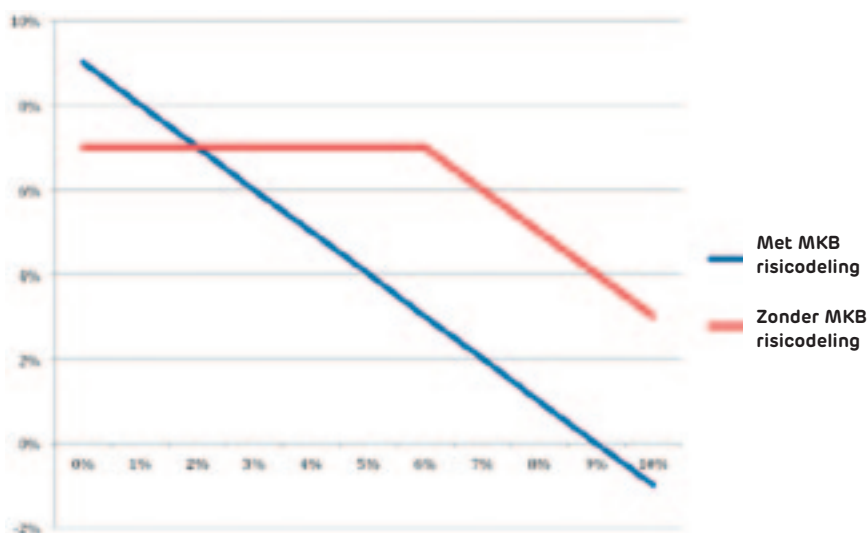
Er worden achtergestelde leningen verstrekt met een coupon van gemiddeld [9%]. Van deze leningen wordt [5%] ingehouden als participatie in het eigen vermogen. Beleggers verstrekken funding tegen [7%], de kosten van het instituut en/of fonds worden voor dit voorbeeld gelijk aan nul verondersteld. Tevens wordt in het rekenvoorbeeld verondersteld dat het volledige vermogen aan het begin van de periode aanwezig is. In de voetnoot wordt voorgerekend hoe het onderliggende model werk bij 1% en bij 3% kredietverliezen.¹⁷

Portefeuille	Bruto rente	Kredietverlies	Belegger	MKB-ers	
				(marge)	(REV)
	9%	0%	7%	2%	47%
	9%	1%	7%	1%	27%
	9%	2%	7%	0%	7%
	9%	3%	7%	- 1%	- 13%
	9%	6%	7%	- 4%	- 73%
	9%	10%	3%	- 3%	-100%

Tab7: Illustratief beleggingsrendement achtergestelde leningen, met risicodeling door MKB ondernemers

In deze oplossing zijn de ondernemers mede-ondernemers in andermans ondernemingen en hebben beleggers relatief betere risico's. De getoonde default percentages van 8 en 10% zijn zeer hoog en zijn veel hoger als de faillissementspercentages van de afgelopen (crisis) jaren. Ze zijn opgenomen om te laten zien hoe robuust een dergelijke structuur is als bescherming voor beleggers.

Beleggersrendement, met en zonder MKB risicodeling



Figuur 2: Illustratief beleggersrendement achtergestelde leningen, met en zonder risicodeling door MKB ondernemers. In de grafiek geeft de verticale as de omvang van kredietverliezen als % van de gehele portefeuille weer. De horizontale as geeft weer hoe groot het rendement voor de belegger zal zijn, gegeven het verlies. De grafiek illustreert dat de bescherming voor beleggers op eenzelfde manier uitwerkt als bij een garantie: bescherming tegen kleinere verliezen, maar risicodelend bij grotere verliezen.

¹⁷ We kijken eerst voor 1% kredietverliezen. We gaan uit van een fondsomvang van 1.000. Met een gemiddelde rente op kredieten van 9% en kredietverliezen van 1% bedragen de netto inkomsten 90-10=80. Bij een fondsomvang van 1.000 zijn de rentelasten van de funding door institutionele beleggers gelijk aan 950*7%= 66,5. Daarmee resteert voor de vergoeding over de MKB deposito's een bedrag van 80-66,5=13,5. Dat komt overeen met een positief rendement van 27%. Bij een kredietverlies van 3% zijn de netto rentebaten gelijk aan 90-30=60. De kosten van de funding blijven gelijk aan 66,5. De vergoeding over de MKB deposito's is daarmee 6,5 negatief. Dat komt overeen met een negatief rendement van minus 13%.

Een mengvorm van garantie (bijvoorbeeld in de eerste drie opbouwjaren) en mede-investerende ondernemers zal zeker de start van een dergelijk initiatief bevorderen.

Door garanties en door risicodeling met de MKB bedrijven zelf kan dus een vorm van risicodeling gevonden worden die het voor institutionele beleggers acceptabel maakt om het nu nog weinig transparante MKB risico af te wegen tegen een aantrekkelijk rendement.

De uitvoering van deze oplossing kan gedaan worden door de banken. Bij de kredietbeoordeling door de banken kan met bijvoorbeeld een paar aanvullende eisen een achtergestelde lening worden verstrekt. De aanvullende eisen kunnen bijvoorbeeld betrekking hebben op aantoonbare groei van de onderneming en minimale solvabiliteit om bijvoorbeeld verliesfinanciering te voorkomen. Banken zouden dan ook voor een deel in dit fonds kunnen participeren, om de 'alignment of interest' verder te bevorderen.

De voordelen zijn:

- * Achtergestelde leningen als vorm van risicodragend vermogen vervullen een duidelijke behoefte bij het MKB, zeker voor groeiende ondernemingen
- * Versterking met achtergestelde leningen leidt vervolgens tot een grotere kredietcapaciteit bij banken
- * Het marktrisico wordt bij toevoegen van een garantie of vorm van krediet-coöperatie slechts gedeeltelijk bij de beleggers gelegd, hetgeen tot een betere 'alignment of interest' en tot een beter risicoprofiel voor de belegger leidt
- * De leningen zullen door aflossing (beperkte) liquiditeit kunnen genereren
- * De achtergestelde leningen zullen in potentie aantrekkelijke rendementen kunnen bieden
- * De kredietbeoordeling zou - met wat aanvullende eisen - grotendeels bij de bank kunnen worden gelegd

De nadelen zijn:

- * Zonder vormen van garanties c.q. risicodeling is een investering in achtergestelde MKB risicovol en weinig transparant en zal als zodanig niet door pensioenfondsen worden gedaan
- * De promotie van deze asset class zal wat ingewikkelder zijn dan gewone bankfinanciering. De direct zichtbare kosten (het rentetarief) zal hoger liggen dan voor huidige bankfinanciering. Maar aantrekken achtergesteld vermogen vergroot wel de leencapaciteit bij banken
- * Het product leent zich misschien minder voor standaardisatie, welke nodig is voor beter begrip en lage kosten bij verstrekking

Conclusie:

Achtergestelde leningen kunnen een behoefte aan risicodragend vermogen vervullen bij het MKB en bieden potentieel een aantrekkelijk rendement voor institutionele beleggers. Het gebrek aan inzichtelijkheid, standaardisatie en ervaring kan voor een belangrijk deel gemitigeerd worden door een gedeeltelijke garantie en/of risicodeling met de MKB bedrijven zelf. Door pooling via een fonds en/of via een instituut kan de gewenste schaalgrootte en diversificatie worden bereikt.

INTEGRATIE VAN GEPERCIPIEERDE BEHOEFTE, BEOORDELINGSCRITEIA EN OPLOSSINGSRICHTINGEN

In de navolgende tabel combineren we de 14 investeringscriteria uit Hoofdstuk 3 van dit deelrapport met de oplossingsrichtingen zoals hiervoor beschreven en geven we een waardering van aantrekkelijkheid, gegeven de 14 genoemde criteria. Tabel 8 kan als volgt gelezen worden. Een vraagteken geeft aan dat er nog

onvoldoende zicht is of en hoe aan het betreffende criterium kan worden voldaan. De score +++ geeft aan dat in potentie op voldoende niveau aan het criterium kan worden voldaan, en minder plussen geeft aan dat minder goed kan worden voldaan. In de dagelijkse praktijk scoren mogelijke beleggingen zelden op alle punten een

+++, maar zal toch op een flink aantal punten moeten worden voldaan om een acceptabele risico versus rendementsafweging te kunnen maken.

Samenhang behoefte en criteria versus oplossingsrichtingen

Nr	Criterium	Vreemd vermogen		Eigen vermogen		Achtergesteld vermogen	
		Nee	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja
A	Behoefte MKB	?	?	+++	+++	+++	+++
B	Criteria beleggers						
1	Verwacht rendement	+++	+++	+++	+++	+++	+++
2	Verwacht risico	++	+++	?	+	+	++
3	Diversificatie	?	?	?	?	?	?
4	Matching	+	++	?	?	?	+
5	Liquiditeit	++	+++	?	?	+	++
6	Complexiteit	++	++	++	++	+	+
7	Wijze van outsourcing	+++	+++	+++	+++	+++	+++
8	Relevantie	+++	+++	++	++	++	++
9	ESG-criteria	+++	+++	+++	+++	+++	+++
10	Kosten	+	?	?	?	?	?
11	Alignment of interest	+	+++	?	++	?	+++
12	Waardering	+++	+++	+	+	++	++
13	Reputatierisico	++	+++	++	+++	++	+++
14	Wet- en regelgeving	+++	+++	+++	+++	+++	+++

Tabel 8: Combinaties investeringscriteria en oplossingsrichtingen.

Noten bij de tabel

zonder = zonder garanties en risicodeling,

met = met garanties en/of risicodeling met MKB

A Inschatting van behoefte aan financieringswijze bij MKB

B Criteria beleggers

1 Zal marktconform kunnen zijn

2 Verschil door gebrek aan transparantie

3 Onbekend

4 Alleen en beperkt bij vreemd vermogen

5 Met garanties beter verhandelbaar

6 Bestaan al in beleggingsportefeuilles

7 Bestaande oplossingen

8 Allemaal tot behoorlijke omvang te ontwikkelen

9 Geen negatieve aspecten, zeker positieve aspecten te onderscheiden

10 Nog onbekend door ontbreken operating model

11 Garanties en vooral risicodeling met MKB versterken 'alignment of interest'

12 Alleen bij kleinere eigen vermogen oplossingen een aandachtspunt

13 Geen a priori bezwaren

14 Geen a priori bezwaren

Voor de besproken oplossingsrichtingen is het ontwikkelen van een instituut en/of fonds voor achtergestelde leningen aan het MKB het meest kansrijk, mits een vorm van risicodeling wordt bereikt die het mogelijk maakt om voorbij te gaan aan het gebrek aan direct inzicht in de risico's. Een dergelijke beleggingsoplossing komt ook dicht bij de behoeften van de vragers naar kapitaal.

VI Het MKB en Duurzaamheid

LEDEN WERKGROEP¹⁴

Marcel de Berg (Appolaris)
Anja Meijer (F&C)
Leonoor den Ottolander (EY)
Ad van den Ouweland (MKB Multifunds)
Berrie Verwey (F&C)
Antoine Heideveld (Voorzitter, Het Groene Brein)

Daarnaast hebben de volgende personen bijgedragen:

Karen Maas (Erasmus Universiteit Rotterdam)

Max Rutte (Helix Ventures, LLC)

LEESWIJZER

Uit voorgaande hoofdstukken blijkt dat de financiering van het MKB langzaam verschuift, dat er een financieringstekort is, en dat maatschappelijke aspecten in de afweging om al dan niet te financieren in belangrijkheid toenemen. Om te zien of het MKB voldoet aan de wensen en eisen die financiers stellen op het vlak van maatschappelijke relevantie wordt in dit deelrapport in Hoofdstuk 2 ingegaan op de vraag of het MKB voldoet aan algemene duurzaamheidscriteria en op de vraag of het MKB een positieve maatschappelijke impact realiseert die relevant is voor beleggers. Vervolgens wordt in Hoofdstuk 3 een aantal mogelijkheden beschreven waarop institutionele beleggers invulling kunnen geven aan een verantwoord beleggingsbeleid en komt het thema impact investing aan de orde. Hoofdstuk 4 sluit af met het trekken van voorzichtige conclusies rondom duurzaamheid en impact.



¹⁴ De auteurs zijn allen verbonden of verbonden geweest aan institutionele beleggers, als beleggers. De bijdragen aan dit rapport zijn op persoonlijke titel.

HOOFDSTUK 1

1 INLEIDING

Per hoofdstuk worden de volgende onderwerpen behandeld:

Hoofdstuk 2: De relatie MKB en duurzaamheid is lang onderbelicht gebleven. Het hoofdstuk Duurzaamheid en impact in het MKB beschrijft een voorgestelde definitie en invulling van duurzaamheid, de trends en stand van zaken rondom duurzaamheid, corporate governance aspecten en het MKB risico/rendementsprofiel in relatie tot duurzaamheid.

Hoofdstuk 3: Omschrijft een aantal mogelijkheden waarop institutionele beleggers een invulling kan geven aan een verantwoord beleggingsbeleid binnen hun MKB-portefeuille en op welke wijze een belegger hierin kan opereren. Tevens wordt het concept impact investering hier nader omschreven.

Hoofdstuk 4: Beschrijft conclusies waarin staat aangegeven dat het MKB beweegt in de richting van duurzaamheid en aansluit bij de voorzichtige beweging die bij beleggers zichtbaar is ten aanzien van het beleggen voor duurzaamheid en impact in het MKB.

"Investeren in duurzaamheid levert MKB duizenden banen, miljoenen aan inkomsten en een hogere arbeidsproductiviteit op van 15 tot 20%." Dat zei de directeur van MVO Nederland tijdens de beurs Duurzaamheid 2014. Onderzoek toont aan dat overstappen op een circulaire economie waarin producten, componenten en grondstoffen worden hergebruikt Nederland ruim 7 miljard euro per jaar en 50.000 banen oplevert. Ook scoren juist duurzame bedrijven volgens onderzoek maar liefst 15 tot 20% hoger op het gebied van arbeidsproductiviteit. Het Nederlandse MKB zou daarom volgens de directeur meer moeten investeren in maatregelen om hun bedrijfsvoering en business te verduurzamen.¹⁸

¹⁸ <http://www.mvonederland.nl/content/nieuwsbericht/oproep-duurzaamheidsbeurs-mkb-investeer-nu-in-duurzaamheid>

HOOFDSTUK 2

Duurzaamheid en impact in het MKB

1 DUURZAAMHEID IN HET MKB

Definitie duurzaamheid

Binnen het MKB is er niet een breed gedragen definitief van duurzaamheid. De definitie varieert per sector. Er zijn globaal gezien twee invalshoeken:

- De zogenaamde planet insteek. Voorzien in eerste levensbehoeften: mensen nu en in de toekomst in staat stellen te voorzien in de eerste levensbehoeften (landbouw, water en huisvesting) zonder milieu en natuur tekort te doen
- De zogenaamde sociale insteek: educatie, gezondheidszorg en beschikbaar stellen van kapitaal

Buiten het MKB zijn er zeer veel definities en invullingen van het concept duurzaamheid. Uiteenlopend van breed en allesomvattend tot meer specifiek gericht op grondstoffen en energie. Enkele initiatieven die hieromtrent succesvol werk hebben verricht zijn PRI, Global Compact, GIIN, MVO Nederland (onder meer door "Ambitie 2020") en de IMVO thermometer. Bij veel van deze initiatieven worden de OESO-richtlijnen in acht genomen. Deze richtlijnen zijn dan ook breed geaccepteerd.

De OESO-richtlijnen maken duidelijk wat de Nederlandse overheid (en 45 andere landen) van bedrijven verwacht bij het (internationaal) zakendoen op het gebied van maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO). Ze bieden handvatten voor bedrijven om met kwesties om te gaan zoals

- keten-verantwoordelijkheid
- mensenrechten
- kinderarbeid
- milieu

Door te werken volgens de OESO-richtlijnen worden ondernemingen transparanter en minder risicovol. In Nederland is naleving van de OESO-richtlijnen ook een voorwaarde voor het verkrijgen van financiële overheidssteuning bij internationale handels- en investeringsactiviteiten.

Voorgestelde definitie

In dit deelrapport wordt als vertrekpunt een wat smallere definitie ten aanzien van duurzaamheid genomen dan de OESO-richtlijnen, waarbij wel alle drie de aspecten van ESG-criteria (milieu, maatschappij en governance) worden ingevuld om een gebalanceerd uitgangspunt te krijgen. Concreet luidt de definitie:

Een duurzaam MKB hanteert MVO als onderdeel van de bedrijfsstrategie en creëert een positieve waarde op het vlak van milieu en maatschappij.

Deze definitie is gekozen om aan te sluiten bij bestaande initiatieven voor zowel institutionele beleggers als het MKB. Zodat het concreet en dicht bij huis blijft. Tevens sluit de definitie aan bij de huidige stand van zaken, de beleving binnen het MKB en de toekomstige risico's en thema's waar zowel het MKB als institutionele beleggers rekening mee moeten houden.

Concreet in KPI's

- Milieu
 - o Energiebesparing en technologische ontwikkeling
- Maatschappij:
 - o Arbeidsomstandigheden (gezondheid en veiligheid)
 - o Social inclusion (betrekken van mensen met een afstand tot de arbeidsmarkt)
 - o Productveiligheid
- Governance
 - o MVO als onderdeel van de bedrijfsstrategie en samenwerking/politieke invloed
 - o Raad van Toezicht, indien relevant, die stuurt op maatschappelijke impact

Trends rondom duurzaamheid in het MKB, algemeen beeld

De laatste jaren is er meer zicht gekomen op de duurzaamheidsprestaties van het MKB. Er zijn verschillende studies gedaan naar MKB, impact en duurzaamheid. Hieronder hebben wij vooral geput uit onderzoek van Panteia, Bertens en Muizer.

Algemeen zichtbare trend in Nederland is dat de mate van interesse en actie rondom duurzaamheid in het MKB toeneemt. Er zijn zowel meer MKB bedrijven die actie ondernemen rondom duurzaamheid en de acties die worden ondernomen worden sterker en breder. Waren acties in eerste instantie vooraf gericht op kostenbesparing, de laatste jaren zijn trends waarneembaar van MKB bedrijven die innovatieve, duurzame producten op de markt brengen of nog een stap

verder gaan en sociaal of duurzaam ondernemer worden. Achterliggende reden voor deze trend is het idee dat als men duurzaamheid in de kern van de onderneming integreert men een onderneming bouwt die meer waard is dan eenzelfde peer-firma die dat niet doet.

Hieronder wordt de algemene trend verder ingevuld en toegelicht met beschikbaar cijfermateriaal.

Indeling duurzaamheid en MKB

Invulling van duurzaamheid bij het MKB verschilt per sector. Globaal gezien is er een indeling te maken in twee sporen: Producten en Processen.

Bij Producten gaat het vooral om de vraag of een bedrijf producten/diensten levert die bij (kunnen) dragen aan een betere maatschappij (E,S,G en impact). Bij Processen gaat het om de interne bedrijfsvoering en de vraag of een bedrijf beleid heeft ten aanzien van de interne invulling van de E, S en G.

Deze tweedeling is vervolgens weer verder op te splitsen in de volgende vijf categorieën:

Wat doet een MKB bedrijf met duurzaamheid:

1. Geen concrete actie
2. Duurzame bedrijfsvoering, met name energiebesparing
3. Voldoet aan Duurzaam Ondernemen (DO) inkoopcriteria en kan dus leveren aan bedrijven/overheden die duurzaam inkopen
4. Brengt zelf duurzame innovaties op de markt
5. Koploper in Duurzaam Ondernemen: Impact first, de sociaal ondernemer

MKB bedrijven die onder punt 3, 4 en 5 vallen geven doorgaans één van onderstaande redenen op voor de keuze

van dit beleid:

- Voorop lopen met duurzaamheid verhoogt de kans op groei en op vergroting van het marktaandeel
- Verbeterde rapportage naar alle stakeholders
- Groter zicht op risk management en verlagen van de risico's
- Nettowinst verhogen
- Compliant blijven aan milieu- en maatschappelijke wet- en regelgeving

Duurzaamheid en MKB, de stand van zaken

Hieronder volgt een uiteenzetting van verschillende onderzoeken die aangeven welk percentage van het MKB actief beleid voert op het vlak van duurzaamheid.

MKB bedrijven die geen concrete acties ondernemen rond duurzaamheid is ongeveer 50%.

Tien jaar geleden kende 70% van de MKB ondernemers het begrip MVO. Eén derde associeerde het begrip MVO destijds met de interne bedrijfsvoering en 10% met sponsoractiviteiten en donaties aan goede doelen. Veel gehoorde antwoorden tijdens het onderzoek van Panteia waren: "Ik doe aan energiebesparing en afvalscheiding", "ik zorg goed voor mijn personeel", "ik heb medewerkers uit de directe omgeving en allochtonen in dienst". Het bewust niet verkopen van producten die met kinderarbeid gemaakt zijn, kwam vrijwel niet naar voren (19%).¹⁹

In 2008 onderkende 41% van de MKB ondernemers het groeiende belang van energiekostenbeheersing in de bedrijfsvoering. In dat zelfde jaar verwachtte 33% van de ondervraagde MKB-ers goede zaken te kunnen doen door klanten energiebesparende producten aan te bieden. Gemiddeld was

40% opzoek naar milieuvriendelijkere productiemethoden, producten en/of diensten. De helft daarvan deed dat ook actief. Dit betrof vooral bedrijven in de industrie en het vervoer. In de sector logies & maaltijden wordt dit belang het sterkst gezien 75%. Met 16% hechten financiële instellingen in het MKB hier het minste waarde aan.

25% van de bedrijven uit de industrie en handel gaven aan dat de meeste ingekochte grondstoffen/producten van gerecycled materiaal waren.²⁰ Echter, voor een deel van het MKB waren milieuvriendelijke producten geen issue (46%). Destijds was gemiddeld 20-35% van de ondernemers in de industrie, bouw, handel, logies en maaltijden en overige dienstverlening, actief in het verkopen of produceren van milieuvriendelijkere producten. Ondanks het feit dat 67% van de ondernemers aangaf dat klimaatneutraal ondernemen hen zeer aanspreekt, kregen de onderzoekers sterk de indruk dat er nog maar een beperkte groep van het MKB milieukansen zag in 2008.²¹

Recentere onderzoek van MVO Nederland toont aan dat ruim de helft van de door hen ondervraagde MKB-ers actief beleid voeren op het vlak van duurzaamheid en MVO. Uit de IMVO-thermometer 2013 van MVO Nederland komen de volgende gegevens naar voren:

- Ongeveer de helft van de onderzochte bedrijven heeft MVO-doelstellingen (53% milieu, 47% sociaal, 30% beide).
- 84% van de MKB bedrijven vertoont MVO-gedrag op minstens 1 gebied (milieu, sociaal of dialoog).
- 58% onderneemt verantwoord op een of twee van deze drie gebieden.

¹⁹ Hoevenagel, R. en C.A.W. Bertens. "Naar een systematische meting van de duurzaamheidsprestaties van het MKB", september 2002.

²⁰ Panteia en BECO. "Economische tegenwind van invloed op duurzaam ondernemen in het MKB?", juni 2009.

²¹ Panteia en BECO. Beleidscafe 2008. "Duurzaam ondernemen in het MKB: kansen grijpen!", november 2008.

- 26% van de MKB bedrijven onderneemt MVO-activiteiten op alle drie gebieden
- (sociaal, milieu en dialoog).
- 16% vertoont geen algemeen MVO-gedrag.

Op basis van deze rapporten is de schatting dat, binnen de gehanteerde definitie 50% van de MKB bedrijven geen concrete actie onderneemt ten opzichte van duurzaamheid.

MKB bedrijven die werken aan duurzame bedrijfsvoering is ongeveer 54%. Er is een trend zichtbaar dat zowel de overheid als (grote) bedrijven de

afgelopen jaren meer eisen zijn gaan stellen aan hun leveranciers om bij te dragen aan de duurzaamheidsprestatie. Naar verwachting kunnen deze duurzaamheidseisen een aantal domino effecten in gang zetten waarbij MKB leveranciers op hun beurt ook weer eisen zullen stellen aan hun toeleveranciers. Vergeleken met medio 2008, merkten MKB ondernemers in 2009 al dat de klantvraag naar duurzaamheid inderdaad toeneemt. In 2009 stond gemiddeld 54% van de MKB bedrijven open voor milieuvriendelijkere productiemethoden, producten en/of diensten. In 2008 was dit nog maar 40% en deze stijging is toe

te schrijven aan de stijgende klantvraag naar duurzaamheid. Ondanks deze positieve beweging was er in 2009 ook nog een aanzienlijk groot deel van het MKB dat niet actief opzoek is naar het leveren of produceren van duurzamere producten en/of diensten.

Onderzoek van Panteia (2012) toont aan dat 40% van de ondervraagde MKB ondernemers duurzaamheidsdoelstellingen geformuleerd heeft. De genomen maatregelen tussen 2009-2012 zijn weergegeven in onderstaande tabel:

Genomen maatregelen met betrekking tot duurzaamheid 2011

Type maatregelen	
Afvalstromen en -beheer (incl. papierverbruik)	75%
Energiebesparing	62%
Mobiliteit en wagenpark	50%
ICT/flexwerken/het nieuwe werken	46%
Inkoop duurzame kantoor- en/of bouwmaterialen	40%
Duurzame energie	24%
Andere maatregelen	4%

Tabel 1: Genomen maatregelen met betrekking tot duurzaamheid 2011. Bron: Muizer, A.P. "Duurzaam ondernemen in het MKB. Hoe te stimuleren", november 2012.

Ten aanzien van de interne bedrijfsvoering heeft bijna 16% van het MKB duurzame verbeteringen of vernieuwingen in de processen doorgevoerd. De grootte van de ondernemingen speelt hierbij een belangrijke rol: Middenbedrijven hebben vaker (44%) hun productie- of leveringsmethoden geïnnoveerd.²² Minder dan de helft van de ondernemers van het kantoorhoudend MKB heeft uitgesproken de komende jaren nog ambitie te hebben op het gebied van duurzaam ondernemen. Vooral energiebesparing en het wagenpark zijn belangrijke thema's van de interne bedrijfsvoering. Bij energiebesparing wordt er gedacht

aan verlichting en energiezuinige ICT apparatuur. Op het gebied van duurzame energie wordt de overstap naar groene stroom en zonnecollectoren als belangrijkste ambitie genoemd.²³

Marktkansen voor duurzame innovatie is ongeveer 10%

In 2011 heeft Panteia specifiek onderzoek verricht naar duurzame innovaties in het MKB. Uit dit onderzoek is gebleken dat 9% van de 3.500 ondervraagde ondernemers tussen 2008-2011 duurzame producten en/of diensten op de markt heeft gebracht. Vooral in de sectoren industrie (18%), handel (11%) en transport (11%) vindt

er duurzame innovatie plaats. Bijna 6% van de ondernemers merkt dat de markt vraagt om duurzame innovaties. In de bouw (47%), landbouw, bosbouw en visserij (41%) en de industrie (40%) is de meeste vraag naar duurzame producten en/of diensten. De horeca blijft relatief gemiddeld het verst achter (9%).

Bijna een derde van de onderzochte MKB bedrijven acht zichzelf in staat om op eigen kracht een succesvol verdienmodel voor duurzame innovaties te ontwikkelen. De ondervraagde MKB-ers stellen dat gemiddeld 19% van de R&D-uitgaven aan duurzame

²² Bertens, Coen en Johan Snoei. "Duurzame innovaties in het MKB", Panteia, november 2011.

²³ Muizer, A.P. "Duurzaam ondernemen in het MKB. Hoe te stimuleren", november 2012.

innovatie besteed wordt en ruim 20% van de omzet door deze innovaties gegenereerd wordt. Hier geldt dat naarmate de bedrijfsomvang toeneemt, ondernemers zich beter in staat achten om succesvol hierin te zijn. Bijna 40% van het MKB ziet duurzame marktkansen, maar slechts een kwart daarvan ziet de mogelijkheid om deze kansen ook daadwerkelijk te benutten. Marketing is voor één op de vijf MKB bedrijven de grootste uitdaging.²⁴

Vooraf in de bouwsector hebben MKB ondernemers het idee dat de eigen producten of diensten een positieve bijdrage kunnen leveren aan het oplossen van milieuproblemen. Mogelijk heeft de groep ondernemers uit de sectoren financiële dienstverlening, logies en maaltijden, vervoer, verhuur en zakelijke dienstverlening nog een minder goed beeld hoe een positieve bijdrage te leveren aan het milieu.²⁵ De gedachte om bij te dragen aan behoud van de werkgelegenheid leeft het sterkst in de bouwsector, vervoerssector en financiële dienstverlening.²⁶

Ondanks het feit dat de duurzaamheidseisen van klanten toe lijken te nemen, valt op dat het MKB minder bereid is om meer te betalen voor duurzame grondstoffen/producten dan vóór de economische crisis. Vooral in de industrie wegen de kosten van duurzame grondstoffen inmiddels een stuk zwaarder dan de vraag om maatschappelijk verantwoord in te kopen.²⁷

Aandacht voor duurzame ketensamenwerking in het MKB neemt wel toe. Interessant om op te merken is dat 60% van de ondervraagde ondernemers die duurzaamheid in processen heeft doorgevoerd of duurzame

producten en/of diensten op de markt brengt, aangeeft dat deze vorm van innovatie tot stand is gekomen door ketensamenwerking. Het aantal ondernemers dat duurzaam samenwerkt in de keten is het hoogst in de financiële sector en handel. In de bouw en transportsector ligt het aantal MKB bedrijven dat niet aan duurzame ketensamenwerking op 48%.²⁸

Sociaal ondernemerschap. 3.000 midden en kleinbedrijven

Een deel van het MKB in Nederland bestaat uit sociaal ondernemers. Sociaal ondernemers ondernemen om de wereld te verbeteren. Het zijn ondernemingen die de maatschappelijke missie van hun bedrijf voorop stellen en waarvoor geld verdienen van secundair belang is. Social enterprises zijn in alle sectoren van het bedrijfsleven te vinden en creëren grote maatschappelijke waarde voor mens en milieu. Meer over sociaal ondernemerschap is te vinden in Bijlage 2.

Schematisch stand van zaken duurzaamheid in het MKB

Wat doet een MKB met duurzaamheid	% van MKB
Niks	40 - 60%
Duurzame bedrijfsvoering, met name energiebesparing.	54 %
Voldoet aan DO inkoopcriteria en kan dus leveren aan bedrijven/overheden die duurzaam inkopen	Ongeveer 50%
Brengt zelf Duurzame innovaties op de markt	9%
Koploper in Duurzaam Ondernemen: Impact first, de sociaal ondernemer	3.000 MKB-ers

Tabel 2: Schematisch stand van zaken duurzaamheid in het MKB.

²⁴ Bertens, Coen en Johan Snoei. "Duurzame innovaties in het MKB", onderdeel Panteia, november 2011.

²⁵ Panteia en BECO. "Economische tegenwind van invloed op duurzaam ondernemen in het MKB?", juni 2009.

²⁶ Panteia en BECO. "Economische tegenwind van invloed op duurzaam ondernemen in het MKB?", juni 2009.

²⁷ Panteia en BECO. "Economische tegenwind van invloed op duurzaam ondernemen in het MKB?", juni 2009.

²⁸ Bertens, Coen en Johan Snoei. "Duurzame innovaties in het MKB", Panteia, november 2011.

Corporate governance

In Nederland is er voor het MKB geen verplichte of semi verplichte regeling rond behoorlijk ondernemingsbestuur. Bijvoorbeeld door de introductie van een Raad van Toezicht. Voor veel MKB bedrijven is continuïteit een belangrijke drijfveer. Een goed ondernemingsbestuur draagt hieraan bij en dit zou derhalve voldoende reden kunnen zijn om goed bestuur in de onderneming te introduceren en te handhaven. Uit onderzoek van onder meer Panteia blijkt echter dat een gestructureerde corporate governance nog geen gemeengoed is voor MKB-ers.²⁹ In ditzelfde rapport worden drie redenen genoemd voor het introduceren van een goed ondernemingsbestuur:

1. Omdat het moet. Niet vanwege regelgeving maar bijvoorbeeld doordat de accountant er naar vraagt.
2. Omdat het hoort. "Je streeft als ondernemer niet alleen eigenbelang na, maar probeert ook iets terug te doen voor de maatschappij".
3. Omdat het loont. Corporate governance kan het verwerven van externe financiering makkelijker maken omdat het bij sommige financiers een voorwaarde is.³⁰

Risico/ rendementprofiel MKB in relatie tot duurzaamheid

Er is veel academisch onderzoek verricht rond de vraag of een actief duurzaamheid beleid een positief effect heeft op het resultaat van een onderneming. Zie Bijlage 1 voor een uitgebreide lijst.³¹

Dit academisch onderzoek toont aan dat bedrijven die actief werk maken van duurzaamheid, uitgaande van de ESG-criteria, een beter risico/

rendementsprofiel hebben.³² Zo laat de studie "Active Ownership" zien dat een MVO-beleid - het rekeninghouden met duurzaamheid - een positief effect heeft op het resultaat van ondernemingen (+1,8% in het eerste jaar).³³ Daarnaast toont een studie genaamd: "The geography of Shareholder Engagement" aan dat lokale betrokkenheid van institutionele beleggers bij ondernemingen uit hetzelfde land, extra toegevoegde waarde heeft.³⁴

Hoewel er geen eenduidig bewijs uit de studies naar voren komt dat aandacht voor duurzaamheid te allen tijde een positieve uitwerking heeft op de resultaten van een onderneming, kan wel geconcludeerd worden dat

- Aandacht voor duurzaamheid geen negatief effect op het resultaat van ondernemingen heeft.
- Aandacht voor duurzaamheid bij het merendeel van de bedrijven, de risico's vermindert en het rendement verhoogt.

²⁹ Panteia, Onderzoek voor bedrijf en beleid, 2006.

³⁰ Panteia, Onderzoek voor bedrijf en beleid, 2006.

³¹ Does Socially Responsible Investing Hurt Investment Returns? RBC Global Asset Management, 2012.

³² Eccles, Robert G., Ioannis Ioannou & George Serafeim (2012), The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance, Working paper 12-035, Harvard Business School.

³³ Elroy Dimson, Oguzhan Karakas & Xi Li, Active Ownership (June 2013). Gemeten over een periode 1999-2009 onder Amerikaanse ondernemingen

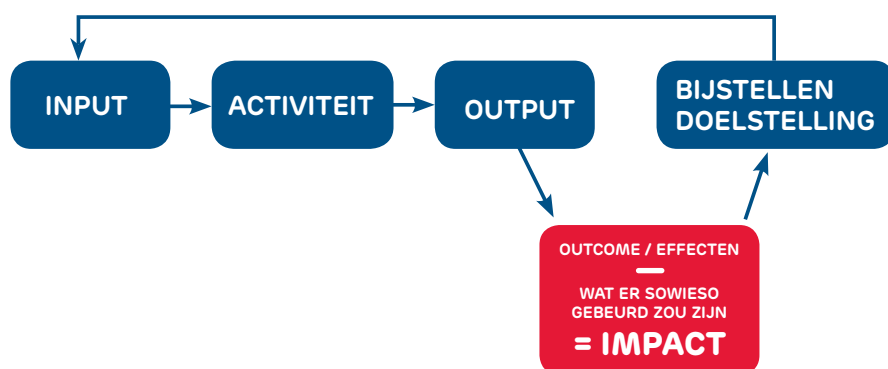
³⁴ Rob Bauer, Gordon Clark & Michael Viehs, The Geography of Shareholder Engagemen: Evidence from a Large British Institutional Investor, May 2013.

2 IMPACT VAN MKB OP DUURZAAMHEID

De term impact kan op verschillende manieren worden gedefinieerd. In de wetenschappelijke literatuur zijn twee stromingen zichtbaar.³⁵

- Impact als de duurzame, lange termijn veranderingen als gevolg van een activiteit. Deze eerste stroming heeft vooral interesse in de statistische significantie van de coëfficiënt, maar het causale verband wordt verder niet onderzocht (black-box).
- Impacteffecten als de verandering die tot stand is gebracht door de activiteit minus 'wat er toch al aan veranderingen zou hebben plaatsgevonden' (Clark et al., 2004).³⁶ Deze tweede stroming stelt het toewijzen van het effect aan een ondernomen activiteit centraal (theory based impact approach). Dit causale verband wordt ook wel attributie of toerekening aan genoemd.

In dit deelrapport wordt de impactwaardeketen zoals gedefinieerd door Clark et al. (2004) en bewerkt door Karen Maas (2011) gevolgd.³⁷ Een waardeketen kan gedefinieerd worden als een keten van opeenvolgende (deel)activiteiten waarbij in elke schakel waardetoevoeging plaatsvindt. Hierbij wordt verondersteld dat de gehele keten van activiteiten meer toegevoegde waarde heeft dan de som van de afzonderlijke (deel)activiteiten.



Figuur 1: Impactwaardeketen (gebaseerd op Clark et al., 2004. Bron: Karen Maas, Erasmus Universiteit Rotterdam, 2011).

In dit deelrapport zijn de begrippen output, outcome en impact als volgt gedefinieerd:

Input: Het geld en de tijd dat de institutionele belegger investeert in de MKB ondernemer.

Activiteit: De acties door de institutionele belegger om MKB ondernemers te selecteren die impact kunnen maken: due diligence, kredietbeoordeling, etc.

Outputs: Het aantal MKB ondernemers waarin geïnvesteerd wordt binnen de (duurzaamheids)- portefeuille.

Outcome: De meetbare bereikte resultaten/effecten (korte en lange termijn) die uit de ondernomen acties zijn voortgekomen (bijv. CO2-reductie, verbeterde werkgelegenheid etc.).

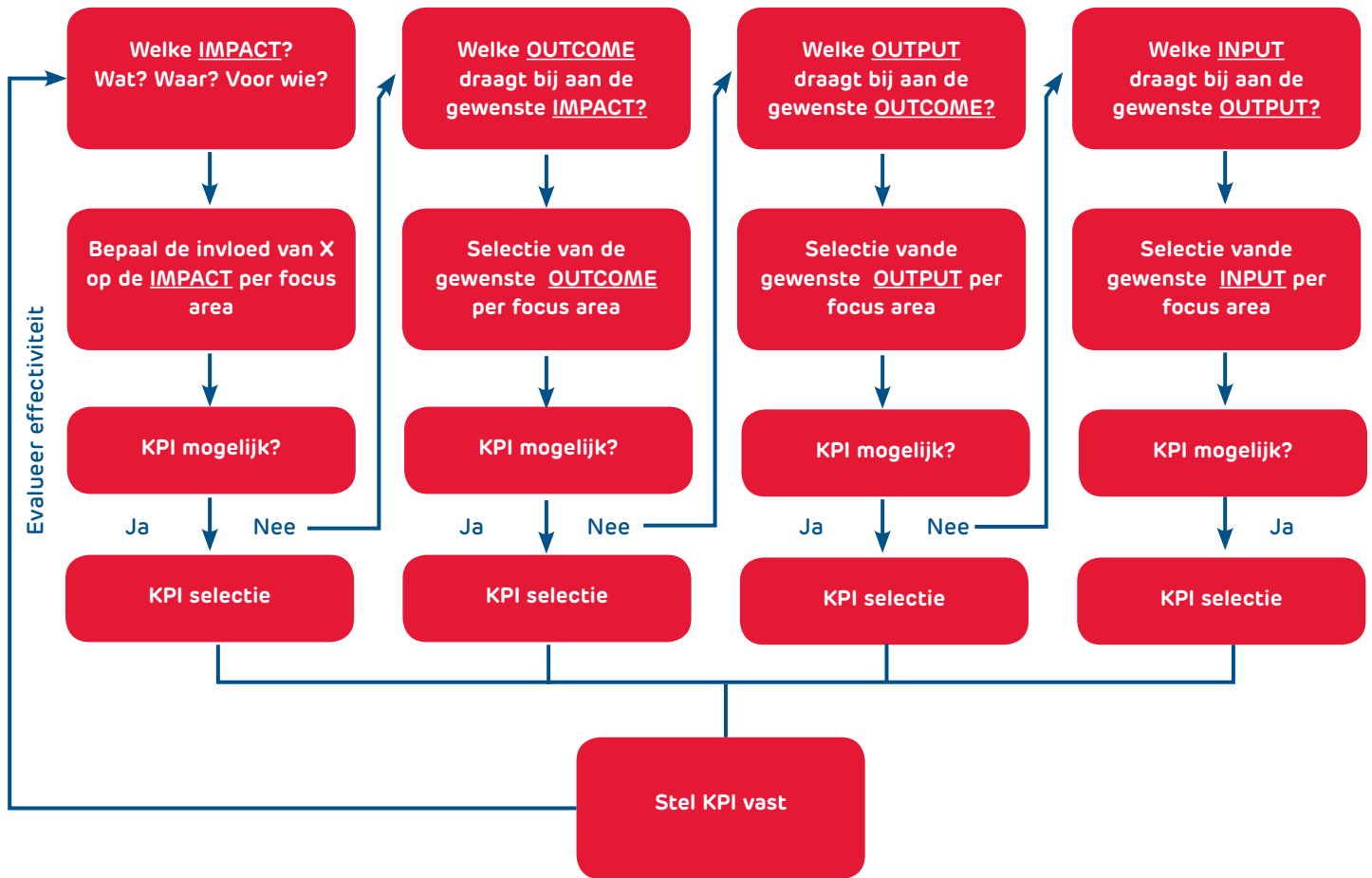
Impact: Toerekening van de meetbare bereikte resultaten aan het handelen van de institutionele belegger. Bij impact wordt in toenemende mate ook gekeken naar de bredere effecten van de outcomes op de maatschappij.

De doelstellingen van de institutionele belegger beschrijven de gewenste uitkomst(en) van een investering en daarmee de beoogde directe, korte- en middellangetermijneffecten (impact). In de praktijk blijkt dat input, activiteiten, outputs en outcome wel gemonitord en gemeten worden, maar dat de uiteindelijk gerealiseerde impact vaak buiten de scope van metingen en monitors valt. Door het ontwikkelen van KPI's kan gemeten worden of de beoogde impact daadwerkelijk bereikt wordt. Het vaststellen van de juiste KPI's is een complex proces. Om dit proces inzichtelijk te maken heeft EY onderstaand model ontwikkeld.

³⁵ White, H (2009). Theory-Based Impact Evaluation: Principles and Practice. Working Paper No.3. International Initiative for Impact Evaluation.

³⁶ Clark, C., Rosenzweig, W., Long, D., & Olsen, S. (2004). Double Bottom Line Project Report: Assessing Social Impact in Double Bottom Line Ventures. In: Methods Catalog. New York: Rockefeller Foundation.

³⁷ Karen Maas, Erasmus Universiteit Rotterdam, Maatschappelijke prestaties van organisaties: van outputmeting naar impactmeting, 2011.



Figuur 2: Model voor KPI formulering voor duurzaamheid en impact. Bron: EY, Marieke Gombault.

Het is belangrijk dat de KPI's betrekking hebben op de impact die een institutionele belegger en de ondernemer willen maken. De eerste stap om een passende KPI te formuleren is om de gewenste impact vast te stellen (wat? waar? voor wie?). De KPI's dienen ook op het juiste schaalniveau geformuleerd te worden. Dit dient het (hoogste) niveau te zijn waar de activiteit van de institutionele belegger nog invloed op heeft. In theorie kan een KPI kan zowel resultaat- als procesgericht zijn. In de praktijk worden er vaak kwalitatieve en kwantitatieve indicatoren gecombineerd om een bepaalde impact te meten.

HOOFDSTUK 3

Beleggen voor duurzaamheid en impact in het MKB

1 DUURZAAMHEID IN HET MKB

Rondom duurzaamheid blijkt dat er een trend zichtbaar is dat het midden- en kleinbedrijf beweegt in de richting van duurzaamheid. En dan niet als een extraatje erbij, maar in de kern van de onderneming. De vraag is of dit aansluit bij de beweging en trends die bij beleggers zichtbaar zijn rondom duurzaamheid.

Uit recent onderzoek blijkt dat er ook bij beleggers een voorzichtige beweging is richting duurzaam beleggen.³⁸ Argumenten hierbij zijn dat duurzame bedrijven meer toekomst-vaste waarde hebben en een vermindering van risico's met zich meebrengen. De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) geeft in een publicatie aan dat er een belangrijk positief effect uitgaat van een actief ESG-beleid op investeringen, namelijk de verbetering van de risicorendementsverhoudingen van participaties. " Door rekening te houden met ESG-factoren kunnen reputatierisico's en operationele risico's bij portefeuillebedrijven beter in kaart worden gebracht".³⁹ In de Verenigde Staten is recent onderzoek dat aangeeft dat 54% van de private equity-bedrijven in de Verenigde Staten een actief ESG-beleid ziet als voorwaarde voor investeringen.⁴⁰ Institutionele beleggers hebben

een aantal mogelijkheden wanneer ze invulling willen geven aan een verantwoord beleggingsbeleid binnen hun MKB-portefeuille. De invulling zal mede bepaald worden door de doelstellingen die de belegger zichzelf heeft gesteld. Wanneer de doelstelling is om een grote duurzame impact te realiseren dan zal eerder gekozen worden voor een bepaalde vorm van impact investing. In dit geval krijgt duurzaamheid naast financiële criteria een concrete rol in het beleggingsproces. Er kan hierbij bijvoorbeeld gedacht worden aan beleggingen zoals Green Bonds, Social Bonds of Social Enterprises. Deze beleggingen worden in Bijlage 2 en 3 verder toegelicht. In de praktijk zullen institutionele beleggers voor de invulling vaak kiezen voor een beleid waarbij sprake is van meer indirecte impact op duurzaamheid. In dat geval kan gekozen worden voor beleggingen in reguliere MKB ondernemingen. Hiervoor hebben we al gezien dat veel MKB ondernemingen in meer of mindere mate een bijdrage leveren aan duurzaamheid. Als definitie van duurzaamheid is genomen dat een duurzame MKB onderneming MVO als onderdeel hanteert van de bedrijfsstrategie. Wanneer een MKB onderneming positieve effecten genereert op het gebied van Milieu, Maatschap-

pij en / of Governance (zoals verwoord in de concrete KPI's) dan werkt dit vervolgens ook door in het duurzame profiel van de institutionele belegger. De institutionele belegger zal bij deze invulling in het beleggingsproces minder aandacht schenken aan de duurzame impact en zich meer richten op het verwachte financiële rendement.

Impact investing

Een concept dat in de Angelsaksische landen aan een enorme opmars bezig is, en waar in Nederland een groeiende interesse naar is, is impact investing. Dit is een snelgroeiend investeringsthema waarbij kapitaal wordt aangewend om de grote problemen van de wereld aan te pakken en tegelijkertijd financieel rendement te realiseren.⁴¹ In andere woorden, de impact die een onderneming maakt op Environment, Social en Governance (ESG)-criteria, staat aan de basis van de investeringsbeslissing. Reguliere Nederlandse middelgrote ondernemingen financieren de noodzakelijke groei vooral uit eigen middelen. Externe financiers spelen binnen het middenbedrijf een beperkte rol bij het realiseren van de groeiambities van de bedrijven, zo blijkt uit onderzoek van KPMG onder ruim tweehonderd Nederlandse

³⁸ Marga Hoek, Zakendoen in de nieuwe economie, zeven vensters op succes, 2013.

³⁹ NVP brochure, "Duurzaamheid in Private Equity, Waardecreatie door ESG".

⁴⁰ Malk Sustainability Partners, 2013.

⁴¹ Social Impact Bonds publicatie, Society Impact Platform & EY, 2013.

middelgrote ondernemingen.⁴² Voor ondernemers die impact vooropstellen is het aantrekken van de juiste financiering complexer. In 2011 was er 600-650 miljoen euro aan financiering beschikbaar voor sociaal ondernemingen in Nederland (250 miljoen euro startkapitaal en 350-400 miljoen euro voor ondernemingen in de professionaliseringsfase). Van de beschikbare financiering voor de professionaliseringsfase komt ongeveer 250 miljoen euro van banken en 150 miljoen euro van subsidies, stichtingen en Venture Philantropy Funds. Een vijfde van de social enterprises ontving ook donaties van fondsen. Deze fondsen ondersteunen vooral social enterprises in de start-up fase. De verwachting overheerst dat de overheidssubsidies en donaties de komende jaren zullen gaan teruglopen. Deze verwachting ligt in lijn met de ontwikkeling van ondernemingen uit de start-up fase naar de professionaliseringsfase, waarin de vraag naar andere financieringsvormen toeneemt. In 2017 verwacht bijna de helft van alle ondernemers kapitaal te verwerven uit een investeringsfonds. Dat is een forse toename op het huidige beeld. Momenteel heeft slechts 10% van de ondernemers een investeringsfonds aan boord.⁴³

Twee innovatieve financieringsarrangementen voor duurzaamheid zijn de zogenoemde Social Impact Bond en de Green Bond. De doelstelling van Social Impact Bonds (SIB's) is om met private financiering maatschappelijke projecten te bekostigen. De overheidsorganisatie betaalt alleen uit als een vooraf afgesproken maatschappelijk resultaat door de (sociaal) ondernemer is behaald. Om dit succes te bepalen moeten vooraf duidelijke resultaatafspraken zijn gemaakt die moet worden gemeten door een onafhankelijke partij. Het

maatschappelijke rendement dat de (sociaal) ondernemer heeft behaald levert de overheid in de toekomst kostenbesparingen op. Op basis van een onderliggend prestatiecontract, worden kostenbesparingen voor de publieke sector gerealiseerd die (gedeeltelijk) in een later stadium worden uitbetaald aan de betrokken partijen. Afhankelijk van de vooraf gemaakte prestatieafspraken ontvangen investeerders een rendement in relatie tot de effectiviteit van de sociaal ondernemer. Hoe beter de resultaten, hoe hoger het bedrag dat wordt uitgekeerd. Worden de beoogde besparingen niet gerealiseerd, dan betaalt de overheid het geïnvesteerde geld niet (of in mindere mate) terug. Voor sociaal ondernemers vormen SIB's een kans om hun succesvolle lokale aanpak op te schalen tegen vooraf beschikbaar gestelde (voor)financiering. Kortom, een SIB biedt een impuls voor het aantrekken van financiering uit de private markt, het beperken van het financieel risico van de overheid, het realiseren van meetbare maatschappelijke effecten en kostenbesparingen voor de overheid.⁴⁴

Green Bonds of Climate Bonds hebben als doel low-carbon innovaties of andere milieuvriendelijke technologieën te financieren. De problemen rondom klimaatverandering zijn dermate complex dat er op grote schaal fondsen beschikbaar besteld zouden moeten worden. Overheidsgeld alleen is ontoereikend om de problemen aan te pakken. Private equity heeft een beperkte liquiditeit en vergt hoge due diligence kosten. Public equity richt zich vooral op de financiering van grote ondernemingen en is beperkt in tijden van economische crisis. Daarom zullen er fondsen uit de global markets aangetrokken moeten worden en er de juiste financiële prikkels gecreëerd worden om institutio-

nele beleggers te interesseren.

Tegelijkertijd ervaren ondernemers een high-risk premium/hoge rente door de hoge risico's die geassocieerd worden met de ontwikkeling van low-carbon technologieën. Om ondernemers te stimuleren wel duurzaam te blijven innoveren is het dus belangrijk dat de Green Bonds de debt-risk premiums verlagen. Er is geen eenduidige definitie van een Green Bond beschikbaar, maar er zijn wel een aantal algemene kenmerken te noemen:

- Een conventionele, simpele structuur vergelijkbaar met andere 'plain vanilla' bonds
- Vaste inkomsten voor investeerders in de bond
- De verkregen fondsen zijn expliciet gericht op financiering van low-carbon projecten en/of assets al dan niet door middel van een speciaal opgericht fonds
- Verplichtingen van de bond zijn (deels) gegarandeerd, waardoor het kredietrisico naar beneden gaat
- Lenen vindt plaats op basis van gunstige condities met een marge die de overhead kosten en rente kosten dekt, waaruit het lage risico van de bonds blijkt.

Voorbeelden van impact investing

Voorbeeld 1. De Wereldbank heeft de afgelopen jaren al een aantal Green Bonds uitgegeven waaronder de EcoNotes, Cool Bonds en World Bank Green Bonds.

Voorbeeld 2. Sinds 2012 bestaat er in Groot-Brittannië een Maatschappelijke Bank genaamd Big Society Capital. In de eerste negen maanden van haar operaties is 65 miljoen euro geïnvesteerd in twintig verschillende projecten met maatschappelijk ren-

⁴² KPMG, "Onderzoek naar economische vooruitzichten, financiering en fiscaliteit van bedrijven", 2013.

⁴³ <http://social-enterprise.nl/social-enterprise-monitor/>

⁴⁴ Social Impact Bonds publicatie, Society Impact Platform & EY, 2013.

dement.⁴⁵ Big Society Capital geniet politieke steun van de overheid.

Voorbeeld 3. In Nederland stelt ABN Amro een budget van 10 miljoen euro beschikbaar voor investeringen in sociaal ondernemerschap, die zullen variëren tussen de 250.000 euro en 1,5 miljoen euro. ABN AMRO heeft een belangrijk criterium toegevoegd om in aanmerking te komen voor het

fonds. De onderneming moet een vernieuwend en schaalbaar bedrijfsmodel hebben en een vernieuwende bijdrage leveren aan de markt; de onderneming moet een 'theory of change' hebben. Het sociale effect dient daarbij concreet aanwijsbaar (meetbaar) te zijn en net zoals de financiële resultaten meetbaar te zijn.⁴⁶

BRANCHEORGANISATIES VOOR DUURZAAMHEID

Diverse organisaties zijn actief op het gebied van duurzaamheid. Zonder volledig te willen zijn, zijn onderstaand meerdere platforms uitgelicht.

Circle Economy

Circle Economy is een non-profit, open platform dat zich erop richt om de overgang naar de circulaire economie te versnellen. Deze organisatie gelooft dat het tijd is om de huidige lineaire take-make-waste economie, te veranderen in de richting van een circulaire economie. Een systeem dat in balans is met en geïnspireerd is op de natuur. Samen met haar leden geeft men de versnelling van de overgang naar deze nieuwe circulaire economie vorm. Daarin sluiten men kringlopen en richten men zich niet alleen op de economische groei, maar juist ook op het creëren van sociale en ecologische waarde. Circle Economy is in 2009 opgericht en bestaat momenteel uit 39 leden, merendeels bedrijven.

<http://www.circle-economy.com/>

De Groene Zaak

De Groene Zaak is de duurzame werkegeversvereniging in Nederland. Ruim 170 bedrijven zijn lid. Leden zijn de koplopers binnen hun eigen branche op het gebied van duurzaamheid. De partners van De Groene Zaak zijn ervan overtuigd dat er op termijn maar

één businessmodel kan renderen: een duurzaam bedrijfsmodel. Om zeker te zijn van een concurrerende positie in de economie van morgen, kiezen de partners vandaag al koers voor de economie van morgen. Een economie die draait op hernieuwbare grondstoffen en energie, een economie die de economische activa gebruikt, niet verbruikt. De Groene Zaak geeft haar activiteiten vorm in drie pijlers: business to politics, business to business en business to science. Hierbij zet men zich er voor in dat ondernemers vandaag werken aan de economie van morgen. Zowel met elkaar, met wetenschappers en met steun actieve steun van de overheid. Veel partners zijn afkomstig uit het MKB. Zowel kleine ondernemingen en ZZP-ers tot het midden bedrijf met 200 mensen in dienst.

<http://degroenezaak.com/>

De Stichting Duurzame Energie Koepel

De Stichting Duurzame Energie Koepel wil de toepassing van duurzame energie in Nederland bevorderen en stimuleren. Het belangrijkste doel van

de stichting is het vergroten van de invloed op de politiek en de beleidsmakers ten gunste van duurzame energie. Het uitgangspunt is dat alle vormen van duurzame energie noodzakelijk zijn om de nationale en internationale doelstellingen ten aanzien van het gebruik van duurzame energie, het beperken van de uitstoot van CO2 en het beperken van de milieubelasting ten gevolge van de energievoorziening te realiseren. Een groeiend aantal industriële ondernemingen ontplooiën activiteiten in deze nieuwe bedrijfstak en bieden zo werkgelegenheid aan honderden mensen én leveren een bijdrage aan een beter milieu. De invloed vanuit de verschillende omgevingsfactoren op de sector is groot. Het klimaatbeleid, regelgeving, subsidies, olieprijsen en internationale ontwikkelingen bepalen in sterke mate de ontwikkeling van de sector. Om die reden hebben een aantal organisaties de krachten gebundeld om, via een professionele inzet, de specifieke belangen van het bedrijfsleven, betrokken bij duurzame energie, te behartigen.

<http://www.dekoepel.org/>

⁴⁵ Ecorys Assessment Report, 2013.

⁴⁶ <http://www.abnamro.com/nl/newsroom/nieuws/abn-amro-start-social-impact-fonds.html>

Sustainable Finance Lab

Op initiatief van Herman Wijffels en Klaas van Egmond, beiden verbonden aan de Universiteit Utrecht en het Utrecht Sustainability Institute (USI) en Peter Blom van de Triodos Bank is in 2010 het Sustainable Finance Lab opgericht. In dit Lab zijn wetenschappers uit verschillende wetenschappelijke disciplines samengebracht. Doel is het ontwikkelen van ideeën voor een daadwerkelijke verduurzaming van de financiële sector: een stabiele en robuuste financiële sector die bijdraagt aan een economie die de mens dient

zonder daarbij zijn leefmilieu uit te putten. Hiervoor zijn meer fundamentele veranderingen nodig dan wat nu op de maatschappelijke agenda staat.. De leden van het Sustainable Finance Lab leveren via individuele en gezamenlijke publicaties en presentaties een bijdrage aan de hervorming van de financiële sector.

<http://sustainablefinancelab.nl/>

De Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling

De Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) is de

beleggersvereniging in Nederland die opkomt voor de belangen van institutionele en particuliere beleggers die willen bijdragen aan duurzame ontwikkeling. De VBDO maakt multinationals en beleggers bewust van hun bijdrage aan een duurzame kapitaalmarkt. Dit doet de VBDO door onderzoek te doen, (netwerk)bijeenkomsten te organiseren en vragen over duurzaamheid te stellen op aandeelhoudersvergaderingen. Ook komen duurzaamheidsverslaglegging, circulaire economie en verantwoord ketenbeheer aan bod.

<http://www.vbdo.nl/>

HOOFDSTUK 4

Conclusies duurzaamheid en impact

Op basis van verschillende studies naar de relatie MKB en duurzaamheid en de impact van MKB op duurzaamheid kunnen voorzichtig de volgende conclusies worden getrokken.

1. Er is een voorzichtige trend zichtbaar dat MKB bedrijven meer werk maken van duurzaamheid. Meer bedrijven hebben een actief duurzaamheidsbeleid en de scope van maatregelen wordt ook breder. Was het een aantal jaren geleden nog hoofdzakelijk een beperkte besparing van energie nu worden maatregelen rondom de totale definitie van duurzaamheid genomen. Of een individueel bedrijf, of een gehele sector actief is op het vlak van duurzaamheid valt niet in zijn algemeenheid te zeggen. Wel valt te concluderen dat het MKB als geheel een positieve impact heeft op milieu, gezondheid en maatschappij. Doordat het MKB een positieve impact heeft op duurzaamheid kan worden geconcludeerd dat investeerders die selecteren op ESG-criteria goed in MKB kunnen investeren (met uitzondering uiteraard van de sectoren die in zijn algemeenheid door de investeerder worden uitgesloten).

2. Als een investering in een MKB portefeuille past binnen de risico/rendementscriteria van een belegger, dan valt op basis van het hoofdstuk duurzaamheid en impact te concluderen dat de impact van het MKB een positieve bijdrage kan leveren aan de maatschappelijke doelstelling van de belegger.

3. Er is een groei waarneembaar van MKB-ers die zich specifiek richten op het realiseren van maatschappelijke

doelen, zoals duurzaamheid. Hierbij staat niet het product of dienst centraal maar staat de maatschappelijke impact centraal. Deze groep sluit goed aan bij een groeiende groep beleggers die investeren met als doel het realiseren van maatschappelijke impact (impact investing), bijvoorbeeld door middel van Green Bonds of Social Impact Bonds.

Om ondernemers te stimuleren duurzaam te blijven innoveren is het belangrijk dat de Green Bonds en de Social Impact Bonds de debt-risk premiums verlagen. Door dit type producten verder te stimuleren kan een kopgroep van midden en klein bedrijven continue blijven innoveren met als doel het realiseren van een positieve impact op de maatschappij in het algemeen en duurzaamheid in het bijzonder. Uit de verschillende rapporten kan de conclusie worden getrokken dat deze specifiek op duurzaamheid gerichte midden en klein bedrijven lagere risico's met zich mee brengen. Dit omdat door het stringente ESG-beleid zowel interne als externe risico's goed in beeld zijn. Voor deze categorie kunnen specifieke beleggingsproducten worden ontwikkeld.

Bijlage 1. Toegevoegde waarde MVO op resultaat van ondernemingen⁴⁷

Study	Country	Data	Time Period	Findings for SRI Funds
Amene, Sourd (2008)	France	62 mutual funds compared to conventional indices	January 2002 to December 2007	• No significant performance differences
Areal, Cortez, Silva (2010)	United States	38 SRI funds compared to the Vice fund and S&P 500 benchmark	October 1993 to September 2009	• SRI funds performed better during a crisis • Evidence of both higher and lower returns
Asmundson & Foerster (2001)	Canada	2 SRI Funds (over 10 year period) vs. TSE 300 Index	January 1990 to December 1999	• Evidence of both higher and lower returns • Lower risk
Bauer et al. (2002)	Germany, UK, & U.S.	103 SRI Funds and 4,384 traditional mutual funds	January 1990 to March 2001	• Evidence of both higher and lower returns • Differences are not statistically different
Bauer et al. (2006)	Canada	8 ethical, 267 conventional mutual funds	January 1994 to January 2003	• No significant performance differences between funds
Bello (2005)	United States	42 SRI funds, 84 conventional funds	January 1994 to March 2001	• Risk adjusted returns of SRI funds indistinguishable from returns of conventional funds • Fund characteristics did not differ between the two groups
Cortez, Silva, Areal (2009)	United States, Austria, Belgium, France, Germany, Italy, Netherlands, UK	39 European market mutual funds and 7 US mutual funds compared to conventional and socially responsible indexes	August 1996 to August 2008	• No significant performance differences for European funds • Significant underperformance for US and Austrian funds
Derwell & Koedijk (2005)	United States	8 SRI bond funds	1987 - 2003	• SRI bond funds provided returns similar to or superior to conventional bond funds • Found to perform in-line during an economic expansion, and significantly outperform during an economic contraction
Derwall and Koedijk (2008)	United States	15 SRI mutual bond funds and 9 balanced mutual funds vs. their conventional counterparts	1987 to 2003 (months not specified)	• Higher returns • No results statistically significant • Expenses for SRI funds did not cause underperformance
Geczy et al. (2003)	United States	35 no-load SRI funds and 859 no-load traditional mutual funds	July 1963 to December 2001	• Lower returns • Difference is significant under certain conditions
Gil-Bazo, Ruiz-Verdu, Santos (2008)	United States	86 SRI mutual funds compared to 1,761 conventional funds	1997-2005 (months not specified)	• Higher risk adjusted performance before and after fees
Kreander et al. (2005)	Europe	30 SRI funds matched with 30 similar non-SRI funds	January 1995 to December 2001	• No difference in performance on a risk adjusted basis
Magnier, Luchet, Schaff (2008)	Europe, North America, Australia, Asia	171 SRI mutual funds compared to non-SRI indexes and non-SRI funds	October 2006 to October 2008	• No significant performance differences • Best-in-class funds that did not use exclusion criteria performed better than those that did
Scholtens (2005)	Netherlands	12 SRI funds compared to SRI and non-SRI indexes	November 2001 to April 2003	• Slight outperformance of SRI funds vs. the index • Slight underperformance of SRI funds vs. non-SRI funds • Neither result was statistically significant
Schroeder (2003)	Germany, U.S.A., UK	30 U.S. funds, 16 German and Swiss funds, and 10 SRI indices	Minimum of 30 months of data before 2002	• No significant performance differences • Some SRI funds exhibited insignificantly higher returns
Sourd (2012)	France	87 SRI funds compared to both cap-weighted and efficient benchmarks	January 2008 to December 2011	• Most results insignificant • Significant values were negative • Efficient benchmarks were beat less often

Tabel 3: Summary of SRI Fund Studies.

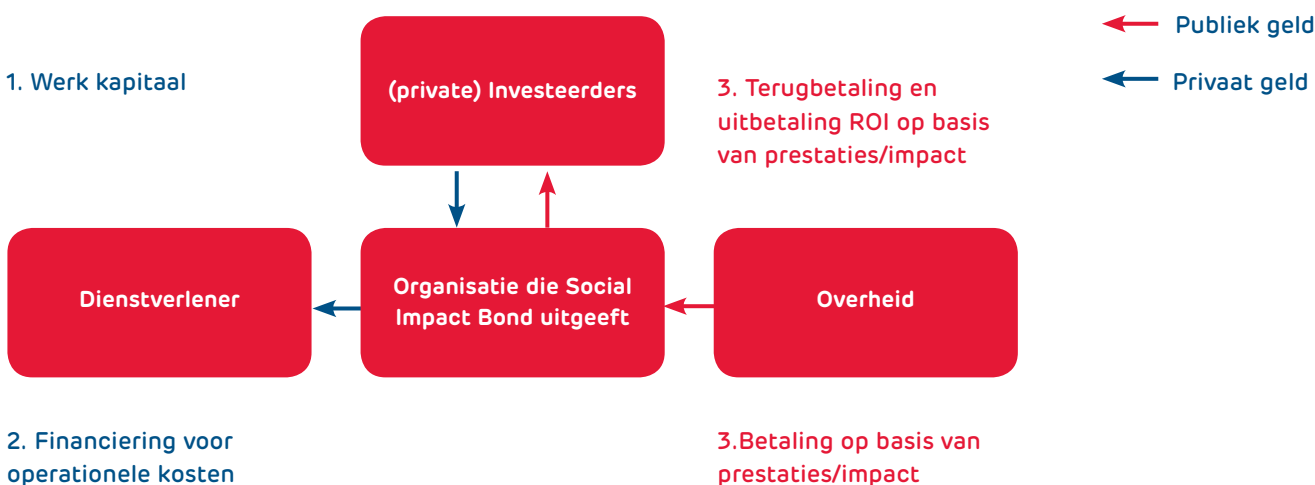
⁴⁷ Does Socially Responsible Investing Hurt Investment Returns? RBC Global Asset Management, 2012.

Bijlage 2. Social Impact Bonds in Nederland

ABN AMRO en Start Foundation investeren in december 2013 680.000 euro in het Rotterdamse bedrijf de Buzinezzclub. Het Rotterdamse bedrijf Buzinezzclub helpt 160 Rotterdamse werkloze jongeren zonder startkwalificatie aan het werk of terug naar school, waardoor zij snel-

ler dan gemiddeld uit de uitkering stromen. De Gemeente Rotterdam ondersteunt dit bedrijf en pakt op deze manier jeugdwerkloosheid aan via nieuwe financieringsconstructie Social Impact Bond (SIB) met ABN AMRO en Start Foundation. Dit is een contract waarbij private inves-

teerders investeren in de aanpak van een maatschappelijk probleem dat de overheid veel geld kost. De overheid betaalt hen terug met het geld dat zij hierdoor bespaart en een eventueel rendement.



Figuur 3: Werking van een Social Impact Bond ⁴⁸

Bij deze Social Impact Bond kan het rendement oplopen tot 12% op jaarbasis. Hoe sneller de jongeren uitstromen, hoe hoger het rendement.

Uit onderzoek blijkt dat jongeren die het Buzinezzclub traject volgen gemiddeld 211 dagen korter in een uitkering zitten. Om te stimuleren dat jongeren duurzaam uitstromen, krijgt de Buzinezzclub via de Social Impact Bond een vergoeding voor elk procent dat ze de terugval van deze jongeren in een uitkering terugbrengen. De Gemeente Rotterdam mag de bespa-

ringen die over zijn na terugbetaling van de investeerders en de Buzinezzclub houden en kan deze investeren in andere projecten om werkloosheid aan te pakken. Het hoofddoel van een SIB is om duurzame maatschappelijke investeringen te realiseren. Daarbij is het niet wenselijk dat investeerders oneindig profiteren van bespaard overheidsgeld. Er is sprake van een dubbele impact als de overheid de besparing weer in nieuwe projecten kan investeren. Voor deze SIB zullen de investeerders gezamenlijk 60% van het risico dragen en de Buzinezz-

club 40%. De komende twee jaar zal gekeken worden wat de resultaten worden van deze SIB.⁴⁹

Of deze innovatieve financieringsconstructie voor impact investing ook voor institutionele beleggers interessant is, dient nog verder onderzocht te worden.

⁴⁸ Social Impact Bonds – A promising new financing model to accelerate social innovation and improve government performance, Jeffrey B. Liebman, 9 February 2011.

⁴⁹ ABN Amro Social Impact Bonds publicatie, september 2013. <https://insights.abnamro.nl/wp-content/uploads/2013/10/Social-Impacts-Bonds-rapport.pdf>

VII Beleggen in Leningen

LEDEN WERKGROEP⁵⁰

LEDEN WERKGROEP:

- Niels van Buren
- Jeroen Defesche
- Carolien van Eggermond
- Arnold Esser
- Georgina Friederichs
- Adriaan Hendrikse
- Erwin de Jong
- Guust Jutte
- Frans Langerhorst
- Fred van der Stappen
- Peter Verleun (Voorzitter, redactie)
- Simon Zwagemakers

Daarnaast hebben de volgende personen bijgedragen:

- Peter-Jan Bentein
- Florus van Herpt
- Franck Hoppenbrouwers
- Rob Koning
- Erik van Leeuwen

LEESWIJZER

In dit deelrapport wordt een overzicht gegeven van de mogelijkheden die er zijn om te beleggen in leningen. In Hoofdstuk 1 worden de ontwikkelingen en trends beschreven op het gebied van MKB leningen. In Hoofdstuk 2 worden verschillende financierings- en beleggingsmodellen beschreven. Reeds bestaande beleggingscategorieën als gesecuritiseerde MKB leningen en nieuwe initiatieven worden beschreven. Indien voorhanden is er per beleggingscategorie een voorbeeld gegeven van een in de markt actieve partij. Een meest recent overzicht van MKB beleggingsmogelijkheden is te vinden op www.mkbinbeeld.nl.

Er is getracht volledig te zijn in de beschreven modellen en aanwezige initiatieven. Mocht er informatie missen of is completering van de initiatieven gewenst, dan kunnen deze gemeld worden via info@mkbinbeeld.nl, duurzaamheid en impact.

⁵⁰ De bijdragen van genoemde personen zijn gedaan op persoonlijke titel. De analyses en conclusies in dit deelrapport vertegenwoordigen niet per persé de mening van hun werkgever.

HOOFDSTUK 1

Ontwikkelingen van de kredietmarkt

1 INLEIDING – KREDIETVERLENING STAND VAN ZAKEN

In dit hoofdstuk wordt beschreven welke ontwikkelingen gaande zijn in de MKB krediet- en leningenmarkt en worden factoren beschreven die van invloed zijn op de financiering van het Nederlandse MKB, op de korte en lange termijn.

Uit cijfers van DNB blijkt dat de totale hoeveelheid uitstaand krediet aan niet-financiële ondernemingen in Nederland sinds het uitbreken van de crisis licht is blijven groeien. Lening-volumes tot 250.000 euro voor de onderkant van het MKB zijn in 2010, 2011 en 2012 echter met 4 procent per jaar afgenomen. Het risicoprofiel van kleine financieringen is over het algemeen hoger als gevolg van de kwetsbaarheid van de onderneming (aantal medewerkers, aantal producten, aantal afnemers, markt en kennis van financiën). De economische crisis heeft ook geleid tot een sterke afname van investeringen en behoefte aan financiering en daarmee tot een vermindering van vraag naar bancair krediet. Bovendien geldt dat (mede als gevolg van de economische crisis en beperkt uitzicht op economisch herstel) bij een aanzienlijk deel van de kredietvragen niet aan de criteria voor verantwoorde bancaire financierbaarheid kan worden voldaan en er in feite behoefte is aan risicodragend vermogen.

Achtergrond(en)

Op de achtergrond speelt mee dat de nationale en internationale bankensector veel regelgeving heeft te implementeren en internationale financiële markten langzaam herstellen. Tegelijkertijd leiden banken verliezen op financieringen als gevolg van teruglopende bedrijfsresultaten en dalende buffervermogens van kredietnemers als gevolg van de economische crisis.

1. De veranderende regelgeving voor banken leidt onder andere tot verzwaarde kapitaal- en liquiditeitseisen voor banken. Het hieruit volgende proces van balansversterking is momenteel in volle gang. Onderzoek van DNB toont dat de bankensector de vereiste kapitaalversterkingen in de komende jaren kan bereiken zonder dat dit de groei van de kredietverlening aan bedrijven en gezinnen in gevaar hoeft te brengen.⁵¹
2. De mondiale economische vertraging heeft aangetoond dat risico's op kredieten in het verleden niet altijd goed ingeschat zijn. De crisis heeft zichtbaar gemaakt dat sommige (hoge) kredieten vóór de crisis te gemakkelijk werden verstrekt, zoals in de markt voor commercieel onroerend goed. In deze omstandigheden ligt het in de rede dat banken minder leningen verstrekken dan voorheen, en voor nieuwe kredieten een hogere rente vragen.⁵² Ervaringen uit deze periode zijn verwerkt in de kredietverleningsmodellen zoals die nu toegepast worden. Uit onderzoek van DNB blijkt dat kredietbeleid van banken sinds de crisis de zakelijke kredietgroei naar schatting met twee tot vier procentpunt drukt.⁵³
3. Alhoewel er ook in Nederland ten tijde van publicatie van dit rapport weer sprake is van lichte economische groei, kunnen we nog niet spreken van een structureel herstel. Verschillen tussen sectoren zijn groot en ook binnen sectoren zijn op ondernemingsniveau grote verschillen waarneembaar. Deze beperkte groei van de economie is van grote invloed op het verdienmodel van individuele MKB bedrijven.

⁵¹ Kredietverlening en bancair kapitaal, DNB, Voorjaar 2014.

⁵² Overzicht Financiële Stabiliteit, DNB, Najaar 2013.

⁵³ Overzicht Financiële Stabiliteit, DNB, Najaar 2013.

Diverse factoren zijn van belang bij de ontwikkeling van kredietverlening. Factoren als balansversterking, maatschappelijk striktere risico-interpretaties en de impact van een achterblijvende economie op business cases hebben tot gevolg dat veel kredietaanvragen niet voldoen aan de beoordelingscriteria voor bancaire kredietverlening. Bij veel van die afwijzingen laat de kwaliteit van de kredietaanvraag te wensen over of is alleen bancaire krediet niet de passende vorm van financiering. Achtergestelde leningen, mezzanine of eigen vermogen financiering liggen wellicht meer voor de hand en zullen ertoe

bijdragen dat bancaire krediet uiteindelijk juist wel weer onderdeel kan gaan uitmaken van de financiering van een onderneming. Deze aanname wordt versterkt door de constatering van Panteia dat de solvabiliteitsratio van het MKB achterblijft bij die van het grootbedrijf (respectievelijk 35% versus 50%). Een gezonde balans van het MKB heeft ook weer een positieve uitwerking op de mate waarin krediet verstrekt kan worden.

De conjuncturele aspecten, zoals de mondiale economie en de nodige balansversterkingen bij ondernemers, en de structurele aspecten, zoals de veranderende regelgeving en de erva-

ringen uit het recente verleden, zijn van invloed op het financieringslandschap. De opkomst van complementaire financieringsvormen voor meer risicodragend vreemd en eigen vermogen, de digitalisering en standaardisering van financiële bedrijfsgegevens, de toename van kennis over de verschillende financieringsvormen en toenemende interesse van institutionele beleggers om te investeren in het MKB moeten in het licht van deze ontwikkelingen worden beschouwd.

2 BESCHOUWING VAN DE HUIDIGE SITUATIE

In de volgende paragrafen wordt vanuit een beschrijving van de achterliggende dynamiek een verkenning gedaan van de wegen die kunnen leiden tot een gezondere financieringsmarkt voor het MKB en daarmee voor de Nederlandse economie.

Wat is bancaire krediet en wat is de rol van bancaire krediet voor het MKB en de MKB onderneming?

Bancaire kredieten zijn meestal de senior leningen op een balans van een onderneming. Binnen de balans is het dat deel van de financiering dat een relatief laag risico kent. Vaak wordt een bancaire lening gecombineerd met de vestiging van zakelijke zekerheden, zoals een recht van hypotheek of verpanding van voorraden, debiteuren en inventaris. Door de positie op de balans van dit geseceureerde vreemd vermogen is het een relatief goedkope vorm van financiering. Rentetarieven van bancaire krediet bestaan uit de "cost of funds" plus een debiteurenopslag. De "cost of funds" van een bank is het gewogen gemiddelde van de tarieven waartegen een bank kort- en langlopende middelen aantrekt op de betaal-, spaar- en kapitaalmarkt voor de looptijd waartegen de uitzetting wordt gedaan. De de-

biteurenopslag is afhankelijk van het risicoprofiel en valt meestal binnen de range [100 tot 500 bps]. Bancaire krediet vormt een belangrijk onderdeel van de financiering van veel ondernemingen. Een zeer groot deel van de externe financieringsbehoefte van MKB ondernemingen wordt door middel van bancaire krediet ingevuld. Bancaire krediet is echter geen vorm van kredietverschaffing die past bij iedere financieringsbehoefte. Meer risicodragende financiering (achtergesteld, eigen vermogen) of financieringen die een specifieke activiteit (veelal activa-gebaseerd) ondersteunen (factoring, leasing) zijn soms beter passend. Factoren die hierbij een rol spelen zijn de fase waarin een onderneming zich bevindt, de beschikbaarheid van onderpand, de hoogte, stabiliteit en voorspelbaarheid van de toekomstige kasstromen, het doel van het aangevraagde krediet en de mate waarin de ondernemer bereid is zeggenschap te delen met de kapitaalverschaffer.

Bancaire krediet en complementaire financieringsvormen

Ondernemend Nederland is de laatste jaren gewend geraakt aan het gemakkelijk verkrijgen van bancaire krediet. Dit verschijnsel is reeds beschreven

in het rapport van de Commissie de Swaan (2011). De banken hebben door de jaren heen een zeer aanzienlijk deel van het externe vermogen van ondernemers gefinancierd. Het is moeilijk aan te tonen wat een "gezonde" verhouding is tussen bancaire financiering op de balans van een onderneming versus andere vormen van financiering. Gezien de opgelopen schadelast op MKB financieringen bij banken in de afgelopen jaren, kan gesteld worden dat er in het verleden bancaire krediet verstrekt is, waar de risicokosten hoger blijken te zijn geweest dan ingeschat. Vanuit het perspectief van risico waren andere vormen van (meer risicodragend) vreemd en eigen vermogen financiering mogelijk beter gepast. De eerder beschreven lage solvabiliteit van het MKB ondersteunt dit beeld. Financieringen moeten verantwoord zijn binnen het risicoprofiel dat voor die financieringen van toepassing is. Alternatieve, complementaire financieringsvormen kunnen inspelen op de behoefte aan kapitaal door het verstrekken van achtergestelde leningen, mezzanine leningen en eigen vermogen. Binnen complementaire financieringsvormen kan via vele specialisaties over sectoren en onderne-

mingsfase ingespeeld worden op de specifieke financieringsbehoefte. Een groter aandeel van risicodragende externe financiering heeft een positieve uitwerking op de "kredietwaardigheid" van het MKB en kan daarmee (aanvullende) bankfinanciering in meer gevallen mogelijk maken.

SBR: digitalisering en standaardisatie van financiële bedrijfsgegevens

Er lopen op dit moment diverse programma's die bijdragen aan de digitalisering en standaardisatie van financiële bedrijfsgegevens. Kredietbeoordeling is zeer afhankelijk van de aangeleverde informatie. Digitalisering en standaardisatie kunnen positief bijdragen aan de mogelijkheden om risico's beter te kunnen bepalen. Standard Business Reporting (SBR) is een initiatief van de Nederlandse overheid tezamen met intermediairs, softwareleveranciers en banken waarmee ondernemers eenvoudig en op gestandaardiseerde wijze financiële

rapportages elektronisch aan kunnen leveren bij de Belastingdienst, Kamer van Koophandel, het Centraal Bureau voor Statistiek en de banken.^{54 55}

Kredietverlening van morgen

Uit de voorgaande hoofdstukken blijkt dat diverse factoren een rol spelen als het gaat om MKB financiering. Initiatieven op de belangrijkste knelpunten in de financieringsmix van bedrijven zullen de werking van de MKB financieringsmarkt verbeteren. Programma's op het gebied van kwaliteit van de financieringsaanvragen, voorlichting, coaching, de ondernemer naar het juiste loket krijgen door kennisontwikkeling en goede samenwerking van de verschillende betrokken partijen (ondernemer, accountant en financier), verdergaande automatisering/standaardisering van bedrijfsgegevens waardoor de kosten van kleine leningen voor acceptatie en onderhoud verlaagd kunnen worden, zullen voor veranderingen aan de zijde van de ondernemers zorgen.

De banken zijn historisch gezien de grootste financier van het MKB en dat zal naar verwachting in de toekomst zo blijven. Bancaire leningen zijn echter niet altijd de meest geschikte oplossing voor de vele soorten en maten financieringsbehoeften. Extern risicodragend vreemd en eigen vermogen kunnen bijdragen aan een gezondere financiële huishouding van het MKB.

Een bestendige financieringsmarkt voor het MKB kent een goed gespreid aanbod en gezonde marktwerking. Momenteel zitten we in een transitiefase waarbij de ondernemers vaker op zoek zullen moeten gaan naar passende financiering die niet getypeerd kan worden als bancair. Andere vormen van financiering zijn echter niet altijd aanwezig en zijn ze dat wel dan hebben ze vaak de weg naar de ondernemer nog niet weten te vinden. Overheid, institutionele beleggers en private initiatiefnemers zijn belangrijke partners in deze transitie.

Huidige situatie



- OVERWEGINGEN:**
- Bancaire kredietverlening onder druk door onder meer regelgeving en balansversterking
 - Als marktaandeel banken met 10% daalt ontstaat markt van 17 miljard euro
 - Economische groei leidt tot verdere kredietgroei

Scenario komende jaren



Figuur 1: Transitie financieringsmarkt.

3 NAAR EEN VOLWASSENERE MKB FINANCIERINGSMARKT

Financiering van het MKB

Kredietverlening aan het bedrijfsleven is een kernactiviteit van de banken. Nieuwe en aangescherpte kapitaalreggeving voor banken zou de totale uitleencapaciteit van banken kunnen beperken. Ten aanzien van zakelijke financieringen is er op dit moment voldoende balansruimte om te kunnen voldoen aan alle kredietaanvragen, mits de business case gezond is en de vermogensstructuur van de ondernemer geen belemmering oplevert. Onderzoek van DNB toont dat de vereiste kapitaalversterkingen bij banken in de komende jaren bereikt kunnen worden zonder dat dit de groei van de kredietverlening aan bedrijven en gezinnen in gevaar brengt.⁵⁶ Voor de bancaire kredietwaardigheid van het MKB zijn complementaire financieringsvormen evenwel nodig: bij veel kleine bedrijven is de solvabiliteit uitgehold en is het eigen vermogen van de bedrijven zelf de beperkende factor. Dit is ook onderkend in de DNB-studie Kredietverlening en bancaire kapitaal. Een gezonde balans zorgt voor een grotere kans op een positief kredietbesluit. De banken in Nederland zien het als hun primaire taak om te zorgen voor een adequate financiering van het bedrijfsleven. Bij de ontwikkeling van de complementaire financieringsvormen kunnen banken een ondersteunende rol vervullen. Per initiatief zal onderzocht moeten worden in welke mate huidige regelgeving (bijvoorbeeld m.b.t. de zorgplicht van banken) van invloed is op de mogelijke ondersteuning vanuit banken.

Maatregelen voor de instandhouding bancaire kredietverleningsvermogen

In de huidige situatie lopen de banken niet tegen grenzen aan wat betreft de uitleencapaciteit. Voor de funding van het eventuele verschil tussen uitstaande kredieten en toevertrouwde middelen (o.a. spaargeld) kunnen de Nederlandse grootbanken goed terecht op de internationale markten. Ook voor het verminderen van risico's op hun balans hoeven de banken nu geen aanvullende acties te ondernemen, niettemin is het delen van (balans)risico's met en het verkrijgen van funding van institutionele beleggers een belangrijk instrument in het bancaire bedrijfsmodel. Hierna worden drie van deze vormen van samenwerking uitgewerkt onder de modellen co-financieringsprogramma's, securitisatie en microfinanciering.

Co-financieringsprogramma's

Met behulp van co-financieringsprogramma's – programma's waarin de bank samen met een andere aanbieder financiering verstrekt - kunnen de risico's van nieuw af te sluiten leningen in gekozen segmenten of sectoren gedeeld worden met beleggers. Het NL Ondernemingsfonds (NLOF) is een voorbeeld van een co-financieringsprogramma, gericht op ondernemingen met een financieringsbehoefte vanaf 10 miljoen euro. Voorzien wordt dat varianten zullen ontstaan, bijvoorbeeld op het gebied van achtergestelde leningen of leningen aan gezondheidzorg- en verzorgingsinstellingen of leningen aan kleinere ondernemingen.

Securitisatie

In het verleden hebben banken veel samen gewerkt met institutionele beleggers op het gebied van securiti-

satie. Na de crisis is deze markt flink afgenomen maar is sinds 2010 weer aan het aantrekken. Zowel hypothecaire leningen aan particulieren als leningen aan het bedrijfsleven zijn geschikt voor securitisatie, waarbij risico en rendementsprofielen per transactie aangepast kunnen worden. De huidige lage rentes en de relatief hoge kosten van MKB leningen maken echter dat over de aantrekkelijkheid van securitisaties nu geen eenduidig beeld bestaat. Securitisatie van leningen uit een bepaald segment is niet direct gekoppeld aan de kredietruimte voor dit zelfde segment. Banken voeren actief de dialoog met institutionele beleggers om securitisatiemogelijkheden van leningenportefeuilles te onderzoeken.

Microfinanciering

Qredits kan genoemd worden als een voorbeeld van hoe de samenwerking met banken, verzekeraars en institutionele beleggers kan bijdragen aan de ontwikkeling van complementaire financieringsvormen. De gezamenlijke banken hebben ondersteuning verleend vanaf de opstartfase, en onlangs hebben de eerste institutionele beleggers ook kapitaal beschikbaar gesteld voor de verdere groei van Qredits. Qredits fungeert als vangnet voor ondernemers die niet zelfstandig in aanmerking komen voor financiering maar met ondersteuning toch een (klein) krediet kan worden gegeven.

Ontwikkeling markt van complementaire financieringsvormen

De complementaire financieringsmarkt moet gezien worden als aanvullend op financieringen in het bancaire profiel. Diverse specialisten in verschillende segmenten en sectoren over verschillende finan-

⁵⁶ Kredietverlening en bancaire kapitaal, DNB-studie, Voorjaar 2014.

cieringsvormen kunnen inspelen op specifieke financieringsbehoeften. Educatie van ondernemers en een goede samenwerking van verschillende bij de financiering betrokken partijen kunnen bijdragen aan het verdere succes van de complementaire financieringsmarkt. Regelgeving en risicomanagement zijn van groot belang om te komen tot een gelijkwaardig en kwalitatief goed speelveld en om problemen met een potentieel negatieve uitstraling op deze ontluikende financieringsvorm te voorkomen.

Hierna worden in Hoofdstuk 2 modellen beschreven die een rol van betekenis kunnen spelen in de financiering van het Nederlandse MKB. Sommige van deze modellen zijn nu nog in de beginfase, andere hebben al laten zien te kunnen leiden tot goede beleggingsrendementen.

4 SAMENVATTING

De ontwikkeling van de kredietverlening aan Nederlandse bedrijven wordt beïnvloed door diverse factoren aan de vraag- en aanbodkant. De crisis en vooralsnog beperkte groei van de economie heeft veel business cases nadelig beïnvloed en de vermogensstructuur van veel ondernemers verzwakt. Bij veel kleine bedrijven is de aard van de financieringsbehoefte veranderd en in het benaderen van financiers spelen factoren als de kwaliteit van de aanvraag en de aard van de achterliggende financieringsbehoefte een grote rol. Ondanks de huidige fase van balansversterking waar het bankwezen zich in bevindt, zijn beschikbare middelen voor de banken nu geen beperkende factor in de kredietverlening voor het Nederlandse MKB. Onderzoek van DNB toont ook dat de bankensector de vereiste kapitaalversterkingen in de komende jaren kan bereiken zonder dat dit de groei van de kredietverlening aan

Nederlandse bedrijven en gezinnen in gevaar hoeft te brengen.

Mocht de economie in de komende jaren zeer sterk aantrekken, dan zou de leencapaciteit van banken mogelijk wel een knelpunt kunnen gaan vormen, maar dit laat zich bij voorbaat lastig voorspellen omdat vele factoren hierbij in het geding zijn.

Vooral kleinere bedrijven, waarvan de solvabiliteit en rentabiliteit door de crisis zijn uitgehold, en groeiende ondernemingen kunnen moeilijk aan bancaire financiering krediet komen.

De ontwikkeling van een complementaire financieringsmarkt i.s.m. met meer aanbod van risicodragend kapitaal (achtergestelde leningen, mezzanine en eigen vermogen) is daarom van groot belang.

De ontwikkeling van complementaire financieringsvormen zullen bijdragen aan een meer volwassen financieringsmarkt.

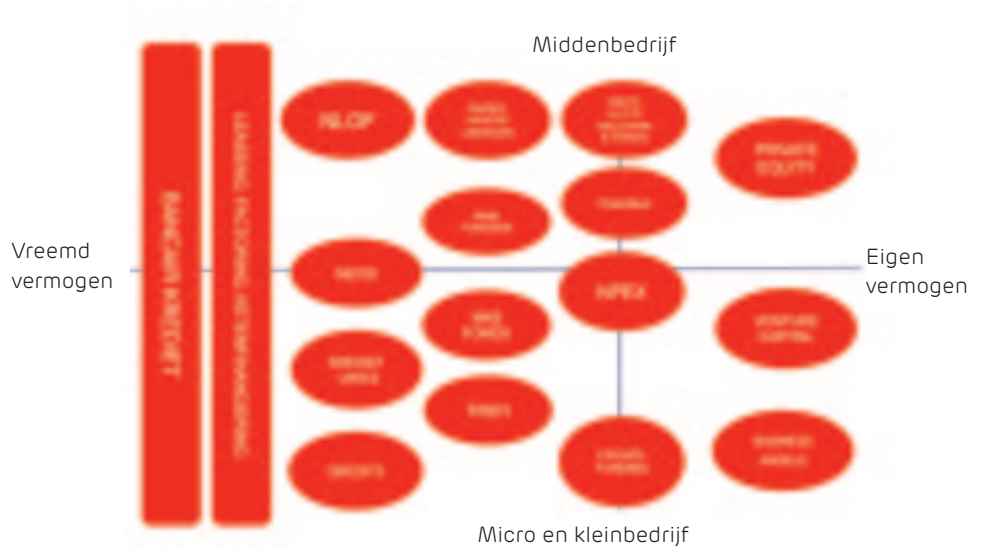
HOOFDSTUK 2

Beschrijving MKB financierings- en beleggingsmogelijkheden

1 INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt beschreven welke financieringsinitiatieven en modellen er zijn die het mogelijk maken exposure op te bouwen naar het Nederlandse MKB. Per model wordt een beschrijving gegeven en worden enkele voorbeelden gegeven van fondsen, vermogensbeheerders of platformen die actief zijn op het betreffende gebied. Een actueel overzicht van beleggingsmogelijkheden in het Nederlandse MKB is te vinden op de website www.mkbinbeeld.nl.

In onderstaande tabel is een indeling gemaakt van de verschillende MKB financieringsmodellen naar soort financieringsbehoefte (vreemd vermogen en eigen vermogen) en naar grootte van de financieringsbehoefte.



Figuur 2: Overzicht financieringsinitiatieven.

Financieringsvorm Sub beleggingscategorie	€5.000	€50.000	€250.000	€1.000.000	€5.000.000	€10.000.000	groter
Vreemd Vermogen							
Co-financiering							
Securitisatie							
Onderhandse lening							
Mezzanine							
Kredietunies							
Crowdfunding							
Beursnotering							
Leasing							
Factoring							
Ketenfinanciering							
Eigen Vermogen							
Private Equity							
Venture Capital							
Crowdfunding							
Beursnotering							

Tabel 1: Overzicht financieringsvormen.

Onderstaand wordt een overzicht gegeven van momenteel actieve MKB financieringsinitiatieven die openstaan voor samenwerking met institutionele beleggers. Een actueel overzicht van beleggingsmogelijkheden is te vinden op de website www.mkbinbeeld.nl.

Belegging	Categorie	Sub-klasse	Fonds/Direct	Beoogde fondsgrootte (euro)	Onderliggende investeringscategorie
NL Ondernemingsfonds	Vreemd Vermogen	Senior	Fonds	1 miljard	Midden en Groot
Delta Lloyd Mezzanine Fund	Vreemd Vermogen	Achtergesteld	Fonds	100 miljoen	Midden en Groot
Qredits	Vreemd Vermogen	Senior	Fonds	150 miljoen	Klein
Neos	Vreemd Vermogen	Senior	Fonds	400 miljoen	Klein en Midden
Delta Lloyd Private Debt Fund	Vreemd Vermogen	Senior	Fonds	750 miljoen	Groot
Kredietunies	Vreemd Vermogen	Achtergesteld	Fonds	In ontwikkeling	Klein
Leasemaatschappijen	Vreemd Vermogen	Asset backed	Mandaat	Variabel	Klein, Midden en Groot
Securitisatie	Vreemd Vermogen	Senior	Mandaat	Variabel	Klein, Midden en Groot
MKB Fonds	Vreemd Vermogen	Senior	Fonds	10 miljoen	Klein en Midden
MKBi fondsen	Vreemd Vermogen	Senior	Fonds	25 miljoen	Klein en Midden
Trefi	Vreemd Vermogen	Factoring	Fonds	50 miljoen	Klein en Midden
Crowdfunding	Vreemd en Eigen Vermogen	Crowdfunding	Direct	Variabel	Klein
Euronext	Vreemd en Eigen Vermogen	Beursgenoteerd	Direct	Variabel	Midden en Groot
NPEX	Vreemd en Eigen Vermogen	Beursgenoteerd	Direct	Variabel	Klein en Midden
EnterNext	Vreemd en Eigen Vermogen	Beursgenoteerd	Direct	Variabel	Klein en Midden

Tabel 2: Overzicht financieringsinitiatieven.

Indicatieve financieringsbehoefte

Klein	tot 1 miljoen euro
Midden	1-10 miljoen euro
Groot	10 miljoen euro en meer

Hierna worden de onderstaande modellen verder beschreven:

- Securitisatie bankleningen
- Co-financieringsprogramma's
- Beursnotering MKB
- Kredietunies
- Mezzanine
- Onderhandse leningen
- Leasing
- (Reversed) Factoring en Netwerk-financiering
- Nederlandse Investeringsinstelling
- Microfinanciering
- Niet-bancaire kredietinstelling

2 SECURITISATIE VAN BANKLENINGEN

Het is voor institutionele beleggers mogelijk om via een securitisatie structuur te participeren in het MKB leningensegment. Bij securitisatie van aan MKB ondernemingen verstrekte bedrijfsleningen worden deze leningen verkocht en overgedragen aan een aparte juridische entiteit (Special Purpose Vehicle, SPV) die zich financiert door obligaties uit te geven. De betreffende bedrijfsleningen vormen het onderpand bij deze obligaties, die door beleggers gekocht kunnen worden.

Over het algemeen geeft een SPV bij een securitisatie verschillende typen obligaties uit met een verschillend ri-

sicoprofiel. De eerste kredietverliezen uit de leningenportefeuille komen ten laste van junior obligaties (ook wel 'first loss tranche' genoemd). Deze obligaties kennen een hoger risico en kopers krijgen daarom navent meer rendement. Daarnaast worden senior obligaties uitgegeven. Hierop kan pas wanbetaling plaatsvinden op het moment dat de junior obligaties volledig zijn afgeschreven. Dat betekent dat senior obligaties minder risico lopen (er moeten immers zeer forse verliezen worden geleden voordat deze obligatiehouders worden aangeslagen) en dus ook navent minder rendement ontvangen.

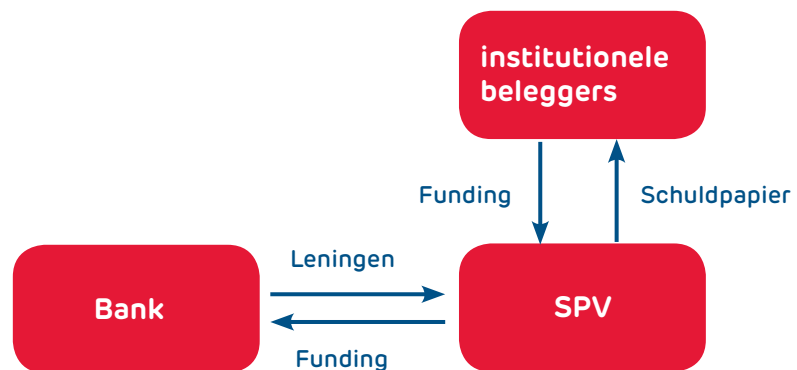
Soorten securitisaties

Afhankelijk van de gekozen structuur neemt de institutionele belegger alleen een deel van het kredietrisico over (waardoor de kapitaalsratio van de bank verbetert) of verstrekt zij tevens een deel van de funding (waardoor de bank dit deel niet op een andere manier extern hoeft aan te trekken). Er zijn verschillende securitisatie modellen die kunnen worden gebruikt. Hieronder worden drie basismodellen in hoofdlijnen beschreven.

- True sale securitisatie
- Synthetische securitisatie
- First loss risico transfer

True sale securitisatie

De true sale securitisatie is de meest traditionele securitisatie vorm. Bij een true sale securitisatie worden leningen door de bank gebundeld en vervolgens verkocht aan een speciaal daarvoor op te richten vennootschap (een "SPV"). Om de aankoop van de leningen te financieren geeft de SPV schuld papier uit aan institutionele beleggers. Illustratief ziet dit er als volgt uit:



Figuur 3: Structuur securitisatie.

Via deze securitisatie route neemt de SPV de leningen en de funding hiervan over van de bank. De SPV wordt eigenaar van de leningen en de funding wordt verzorgd door de institutionele beleggers. Door een groot volume aan MKB leningen te bundelen, te securitiseren en vervolgens het schuld papier te trancheren is het mogelijk om een tranche te creëren met een laag risicoprofiel en een goede credit rating. De andere tranches kennen een groter risico en krijgen daardoor een slechtere rating. Op basis van de tranchering worden verschillende schuld papier klassen ("notes") uitgegeven. De minst risicovolle notes zijn het meest senior in de waterval (worden als eerste afgelost en profiteren als eerste van de aanwezige zekerheden) en hebben daarom de laagste rentevergoeding. De meer risicovollere notes hebben een meer junior positie in de waterval op basis waarvan een hogere rentevergoeding gepast is. De onderverdeling hiervan wordt per transactie

vastgesteld op basis van het risicoprofiel van de onderliggende activa (bijvoorbeeld door 90% als A-obligaties uit te geven, 7% als B-obligaties en 3% als C-obligaties).

Hoewel de activa niet langer op de balans van de bank staan blijft de bank wel de "servicer" van de leningen. Als servicer blijft de bank verantwoordelijk voor het kredietbeheer en het innen van rente en aflossingen. Om 'alignment' tussen de bank en de geldverstrekkers van de SPV te bewerkstelligen is het gebruikelijk dat de bank één van de geldverstrekkers is van de SPV. Vaak koopt de bank de meest risicovolle notes zodat zij de first-loss positie behoudt. Vanuit regelgeving (Basel) is het ook vereist dat de bank als "issuer" een materieel economisch belang behoudt in een securitisatie transactie.

Via een true sale securitisatie nemen de beleggers in de SPV zowel de funding als het kredietrisico over.

Dit betekent dat de bank het aan te houden kapitaal voor het deel van het risico dat wordt overgedragen aan institutionele beleggers kan laten vrijvallen.

Synthetische securitisatie

Naast een true sale securitisatie is het ook mogelijk een securitisatie op synthetische wijze vorm te geven. Het grote verschil tussen een true sale securitisatie en een synthetische securitisatie is dat bij een synthetische securitisatie de leningen op de balans van de bank blijven. Bij een synthetische securitisatie wordt daarom alleen het kredietrisico van een portefeuille (de referentieportefeuille) overgedragen en niet de funding. Dit gebeurt via een credit default swap ("CDS"), ook wel een synthetische obligatie genoemd. De institutionele beleggers staan vervolgens garant voor de kredietverliezen en ontvangen hiervoor een CDS premie. Versimpeld ziet een synthetische securitisatie er illustratief als volgt uit:



Figuur 4: Synthetische securitisatie.

Naast de hierboven geïllustreerde variant waarbij de bank de CDS direct aan de institutionele belegger verkoopt is het ook mogelijk deze aan een SPV te verkopen die notes uitgeeft aan verschillende institutionele partijen.

Bij een synthetische securitisatie wordt alleen het kredietrisico overgedragen en niet de funding. Een dergelijke transactie leidt dus net zoals in het geval van een true sale securitisatie tot een verlaging van de kapitaalsratio. Ook in een true sale securitisatie kunnen verschillende risicotanches worden ingericht.

First loss risico transfer

Een first loss risico is een regelmatig gebruikte vorm van een synthetische securitisatie waarbij alleen het eerste verlies van een portefeuille wordt verkocht. Met de institutionele belegger wordt afgesproken dat de eerste x-procent kredietverliezen voor rekening van de institutionele belegger komt. Het overige deel van het kredietrisico blijft voor de bank. In vergelijking met de hierboven beschreven securitisatie modellen wordt feitelijk het meest risicovolle stuk van de portefeuille, de junior notes c.q. het eigen vermogen deel, verkocht. Gegeven het risicoprofiel van deze tranche is het benodigde rendement navenant hoog. In lijn met de synthetische securitisatie leidt een first loss transactie tot een verbetering van de kapitaalsratio maar niet tot additionele funding.

Transactie voorbeeld van securitisaties

Er zijn geen recente voorbeelden van openbare Nederlandse MKB securitisaties beschikbaar. Recente transactievoorbeelden zijn voornamelijk uit de periferie van Europa afkomstig en dit betreft dan ook nog

transacties die als ECB onderpand zijn bedoeld, en dus niet in de markt zijn geplaatst. Om toch een idee van de transactiestructuur te krijgen, is hieronder een gestileerde, theoretische MKB securitisatie weergegeven. De totale omvang van de transactie is 500 miljoen euro. Uitgaande van

verliezen op de portefeuille die een veelvoud zullen zijn van de verliezen op bijvoorbeeld woninghypotheken, is een denkbeeldige opsplitsing in tranches met verschillende risico-profielen, en bijbehorende rating en pricing, gemaakt:

Tranche	Rating	Bedrag (miljoen euro)	Euribor + marge	Bedrag x marge (miljoen euro)
A	AAA	300	Euribor + 100 bps	3
B	AA	100	Euribor + 200 bps	2
C	BBB	75	Euribor + 600 bps	4,5
Equity	Geen rating	25	Euribor + 1000 bps	2,5

Tabel 3: Voorbeeld securitisatie.

De equity tranche is dus geprijsd op een return on equity van ruim 10%. In een ideale wereld zouden de rentekosten van het totaal van de tranches gelijk moeten zijn aan de renteopbrengsten van de activa plus de kosten voor het servicen (verstrekking en beheer) van de leningen. Er is geen publieke informatie beschikbaar over de hoogte van de gemiddelde rentemarge op een MKB portefeuille of over de gemiddelde hoogte van de servicing kosten. De rentemarge boven Euribor van de 4 tranches is gelijk aan 12 miljoen euro, ofwel 240 basispunten (bps) van 500 miljoen euro. Stel dat de servicing kosten op deze portefeuille 60 bps bedragen. In dit geval is de transactie vanuit bancaire perspectief dus alleen aantrekkelijk als de portefeuille MKB kredieten minimaal 300 bps boven Euribor rendeert. Er zijn echter een aantal kanttekeningen te maken bij deze geschetste ideale wereld:

- sinds 2011 moet een bank minimaal 5% van de transactie zelf houden, om aan de toezichtregels te voldoen. De gedachte is dat zolang de bank dit belang moet aanhouden, hij er geen voordeel bij heeft slechte kredietportefeuilles op deze manier weg te zetten (zoals wel in de VS met sub-prime mortgages gebeurde).
- daarnaast is het de vraag of er wel investeerders zijn te vinden voor alle tranches op dit prijs niveau, zeker voor de meer risicovolle tranches. Indien alleen de AAA tranche verkocht kan worden is het de vraag of dit met een marginale funding last van 100 bps voldoende interessant is voor de bank.

Conclusie:

MKB securitisatie kan voor zowel de bank als institutionele beleggers een interessante vorm van financiering zijn, maar alleen als zowel de totale kosten/baten verhouding van de transactie, als de marginale funding kosten van de transactie voldoende aantrekkelijk zijn.

De rol van de overheid bij MKB securitisatie; EIB/EIF

Als gevolg van de crisis in de financiële markten van 2007-2008, is securitisatie in een slecht daglicht komen te staan. Dit is verklaarbaar vanuit de slechte ervaringen met producten als Amerikaanse "sub-prime" hypotheek securitisatie. De associatie met deze producten had een negatieve uitstraling op de Europese markt, ondanks het feit dat de Europese markt aanmerkelijk lagere verliezen op securitisatie portefeuilles vertoonde (wanbetaling percentages: Verenigde Staten 18,4%, Europa 1,5%).

Met als doel de markt voor securitisaties na de crisis weer op gang te brengen zijn vele initiatieven op zowel lokale als Europese schaal opgestart. Daarbij is de nadruk komen te liggen op meer standaardisatie/minder complexiteit en grotere transparantie. Een voorbeeld hiervan is de door de Dutch Securitisation Association (DSA) opgestelde standaard voor securitisatie prospectussen en rapportages, het PCS ("Prime Collateralised Securities") label voor Europese "high quality" securitisaties en de gegevens op het niveau van individuele leningen die via het European Data Warehouse worden verstrekt.

Daarnaast is er een roep om overheden via garanties en verstrekking van risicodragend vermogen in securitisaties te laten participeren. In Duitsland en Spanje hebben dergelijke overheidsprogramma's ooit bijgedragen aan de ontwikkeling van de MKB securitisatie markt. Tegen de achtergrond van de wens zich juist uit financiering van banken/bankproducten te willen terugtrekken, en specifiek de negatieve perceptie van securitisatie, zijn overheden na de crisis echter terughoudend op dit gebied.

Wel wordt op Europees niveau het al bestaande instrumentarium van de Europese Investerings Bank (EIB) en het Europese Investerings Fonds (EIF), dat ook al voor de crisis een

rol speelde in MKB securitisaties, weer onder de aandacht gebracht. De rol van de het EIF is daarbij het garanderen van de meest risicovolle tranches van een securitisatie, waardoor investeerders het voordeel van het aan de AAA status van het EIF gerelateerde 0% kapitaalbeslag genieten. EIB daarentegen, speelt de rol van investeerder, maar dan juist in de minst risicovolle tranches, maar tegen attractieve marges. Recentelijk zijn de activiteiten van EIB/EIF ter stimulering van MKB securitisatie verder uitgebreid.

a) het Competitiveness and Innovation Programme ("CIP") van de Europese Commissie. In dit kader heeft het EIF recentelijk (in Italië) ook lagere risico tranches gegarandeerd, waarbij de hoogste risico's door lokale garantieverstrekkingen werden afgedekt. Meer in het algemeen wil de EIB onder het CIP meer maatwerk oplossingen aandragen.

b) het meerjarenraamwerk van de Europese Raad voorziet zowel in het rechtstreeks garanderen van MKB leningen door het EIF (samen met nationale structuurfondsen) alsook de funding daarvan door de EIB. Een en ander onder de COSME (Competitiveness for SME's) en HORIZON 2020 (innovatief MKB) programma's van de Europese Commissie.

c) daarnaast wordt het traditionele instrumentarium (EIF garantie, EIB funding) ook uitgebreid met bijdragen van lokale structuurfondsen, COSME en HORIZON 2020. Hierdoor komt meer geld voor MKB securitisaties beschikbaar, maar dit gaat ten koste van geld dat anders rechtstreeks uit de structuurfondsen in individuele landen beschikbaar zou komen.

De Nederlandse banken hebben recent geen gebruik gemaakt van de mogelijkheden die de EIB en het EIF bieden.

Regelgeving

De aantrekkelijkheid van MKB-securitisatie transacties voor banken als uitgevende instelling enerzijds en institutionele beleggers als kopende instellingen anderzijds is mede afhankelijk van de relevante regelgeving voor banken, verzekeraars en pensioenfondsen. In zijn algemeenheid kan worden gesteld dat in antwoord op de gesignaleerde risico's van (Amerikaanse sub-prime) securitisaties diverse regelgevers hun beleid ten aanzien van securitisaties hebben aangescherpt. Daartegenover staat echter ook een toenemende druk vanuit de politiek om de voorgestelde regeldruk, met name voor MKB securitisaties te verzachten. De impact van de op dit moment voorliggende regelgevingsvoorstellen op banken, verzekeraars en pensioenfondsen loopt ook uiteen:

Banken

Van de kant van het Basel's committee en de European Banking Authority ("EBA") zijn vergaande en gedetailleerde eisen gesteld aan de rol van securitisaties in de liquiditeitsbuffers van banken (via de zogenaamde Liquidity Coverage Ratio, "LCR") en de hoeveelheid kapitaal die uitgevende en investerende banken moeten aanhouden voor securitisaties. Met name het kapitaalbeslag op behouden posities in de opgetuigde securitisatie structuren is van belang voor banken om de aantrekkelijkheid van een securitisatie transactie te beoordelen. Hiervan kan in zijn algemeenheid worden gezegd dat dit een veelvoud wordt van de hoeveelheid kapitaal die voor de crisis moest worden aangehouden en daarmee een remmende werking op de markt zal hebben. Daarnaast is het kapitaalbeslag voor een securitisatie vaak aanmerkelijk hoger dan het kapitaal dat aangehouden zou moeten worden voor een investering in de onderliggende activa.

Verzekeraars

Door de European Insurance and Occupational pensions Authority ("EIOPA") zijn recent nadere voorstellen uitgewerkt voor de kapitaal vereisten die aan verzekeraars worden gesteld voor investeringen in securitisaties (Solvency II). MKB securitisaties zijn door EIOPA ingedeeld in de categorie "type 1". Dit betekent dat zij het meest gunstige kapi-

taalbeslag krijgen. In de laatste voorstellen van de Europese Commissie zou dit 2,1 % per jaar (met een max. 5) zijn dus voor de minst risicovolle tranche van een MKB securitisatie moet een investeerder (ongeveer, enige details in de formule worden weggelaten) $5 \times 2,1\% = 10,5\%$ kapitaal aanhouden. De return on capital voor een investering in een AAA tranche zoals hierboven zou voor een verzekeraar uitkomen op $(100/1.050=)$ 9,5%.

Pensioenfondsen

Voor pensioenfondsen zijn op dit moment (nog) geen kwantitatieve kapitaalseisen van kracht.

3 CO-FINANCIERINGSPROGRAMMA'S

Een co-financieringsprogramma is een beleggingsoplossing die institutionele beleggers toegang biedt tot financieringen aan bedrijven of projecten. Achterliggend idee is dat de lening verstrekt wordt via de infrastructuur en het distributienetwerk van één of meerdere banken, waarbij de funding en kredietrisico's gedeeld worden met een institutioneel beleggingsfonds of een institutionele belegger. Een co-financieringsprogramma speelt in op de verwachting dat, bij economisch herstel, banken door striktere regelgeving meer moeite hebben te voldoen aan de stijgende vraag naar bankleningen. Regelgeving als Bazel III vereist immers dat banken minder risico op hun balans nemen en meer kapitaalreserves aanhouden. Co-financieringsprogramma's kunnen opgezet worden voor meer specifieke marktsegmenten en wensen vanuit banken en beleggers.

NL Ondernemingsfonds

In 2013 is een samenwerking gestart van institutionele beleggers, banken en een vermogensbeheerder op initiatief van Euronext. Dit initiatief, het NL Ondernemingsfonds, richt zich op leningen vanaf 10 miljoen euro aan Nederlandse middelgrote ondernemingen met substantiële activiteiten in Nederland, aangevuld met private placements van Nederlandse ondernemingen

Beleggingsproces

Het beleggingsproces begint bij de banken, die de verzoeken ontvangen voor het verstrekken van leningen. Door de samenwerking met de drie grootbanken, ING, ABN AMRO en Rabobank, die een sterke positie hebben in het segment van middelgrote bedrijven, verkrijgt het fonds een ruime toegang tot kredieten. De bank zal leningen die voldoen aan de afgesproken criteria voorleggen aan het fonds.

Het fonds besluit vervolgens zelf of, en tegen welke voorwaarden, het betrokken wil blijven bij deze lening. Het fonds is daarmee zelf geheel verantwoordelijk voor zijn eigen, onafhankelijke, kredietanalyse en co-financiert de leningen met de grootbanken op basis van gelijkwaardigheid in termen van omvang (in principe 50/50), leningsvoorwaarden, beschikbaarheid van informatie en zekerheden.

Levenscyclus van een kredietvoorstel



Figuur 5: Levenscyclus van een kredietvoorstel.

In de onafhankelijke kredietanalyse ligt een sterke nadruk op het toetsen van een gelijkwaardige positie van het fonds met de bank, op de sterkte van de leningsvoorwaarden (convenanten) en zekerheden en op de pricing. Bij de beoordeling van de pricing is het van belang dat de lening op zichzelf voldoende rendement biedt in relatie tot het risico zonder dat daarbij relatieoverwegingen of andere business met het betreffende bedrijf een overweging zijn.

Rendement en risico

Door senior posities te nemen in leningen met zekerheden en sterke leningsvoorwaarden van in de kern gezonde bedrijven, biedt het NL ondernemingsfonds uitzicht op een aantrekkelijk rendement van Euribor + 275 basispunten ('over-the-cycle', na aftrek van default-verliezen, voor aftrek van kosten). De inkomsten voor het fonds bestaan uit zowel de rentemarge als de upfront fees die met banken worden gedeeld. Het verwachte verlies als gevolg van faillissementen wordt laag geschat gezien de hoge historische recovery's op bankleningen van 70%-80%. Met dit verwachte rendement van 275bp boven swaps na aftrek van default-verliezen is het rendement ongeveer 100bp aantrekkelijker dan dat op publiek verhandelbare leningen met een vergelijkbare rating. Bij de oprichting van het fonds is ook gekeken naar co-financieringsprogramma's voor kleinere leningen, maar daarbij is vooralsnog gebleken dat de rendementen niet toereikend zijn in verhouding tot het risico.

NL Ondernemingsfonds

In januari 2014 is het NL Ondernemingsfonds (NLOF) gelanceerd. NLOF wordt beheerd door Robeco, in een speciaal hiervoor opgericht team van drie loan managers met elk een sterke bancaire achtergrond. Deze loan managers werken intensief samen met sectoranalisten, high yield portfolio managers en risicospecialisten.

Innovatieve oplossing

Pensioenfondsen, verzekeraars en banken werken voor het eerst samen in een fonds dat is opgericht ter financiering van het midden- en grootbedrijf. Institutionele beleggers krijgen de mogelijkheid om deel te nemen in een belegging met een goed risico-rendementsprofiel en brede diversificatiemogelijkheden; bedrijven krijgen toegang tot een aanvullende financieringsbron.

Samenwerking

Bij het NLOF zijn diverse partijen betrokken:

- Initiatiefnemer Euronext vervult een maatschappelijke rol door het bijeenbrengen van alle partners om dit fonds op te zetten en daarmee bedrijven extra toegang tot vreemd vermogen te bieden.
- Vermogensbeheerder Robeco treedt op als gemandateerde partij namens de beleggers om de beleggingen te beoordelen en beheren.
- Banken kunnen hun klanten dankzij het fonds een extra financieringsbron aanbieden en hun adviserende rol naar de ondernemingen blijven vervullen.
- Nederlandse bedrijven krijgen een extra financieringsmogelijkheid.
- Institutionele beleggers krijgen toegang tot bancaire financieringen aan Nederlandse bedrijven, een beleggingscategorie met een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel. Pensioenuitvoerders MN en Syntrus Achmea zijn nauw betrokken geweest bij de uitwerking van de beleggingspropositie.
- De Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) treedt op als belangenbehartiger van de gezamenlijke banken.

4 BEURSGENOTEERD MKB

Wat is de rol die de Nederlandse beurzen spelen in de financiering van het MKB, Vreemd vermogen en Eigen vermogen?

De beurs is van oudsher dé plek om ondernemers en investeerders bij elkaar te brengen. Uit onderzoek van het IMF (World Economic Outlook 2006) blijkt dat het MKB sneller groeit bij een groter aandeel van niet-bancaire financiering in een land, en dus zou de ontwikkeling van handelsbeurzen voor MKB-bedrijven positief kunnen zijn voor de groei van het MKB.

Uit onderzoek van de Katholieke Universiteit Leuven van professor Van Hulle en professor Schoubben blijkt dat bedrijven met een beursnotering beter presteren en beter georganiseerd zijn dan niet-beursgenoteerde bedrijven.⁵⁴

Beurzen in Nederland Onderstaand worden twee in Nederland aanwezige beursplatformen beschreven.

Euronext Amsterdam is als oudste beurs ter wereld onderdeel van Euronext, een pan-Europese beurs die de markten van België, Frankrijk, Nederland en Portugal omvat. Euronext is in 2000 opgericht en brengt markten bij elkaar die teruggaan tot het begin van de 17e eeuw. De meer dan 1.300 uitgevende instellingen die genoteerd staan aan Euronext zijn samen goed voor een beurswaarde van 2.600 miljard euro. Daarnaast lanceerde Euronext EnterNext, ter promotie en groei van middelgrote en kleine ondernemingen.

In 2009 is het online handelsplatform NPEX gestart. NPEX is mede gefinancierd door het ministerie van Economische Zaken en heeft als

grootste minderheidsaandeelhouder INKEF, opgericht en volledig gefinancierd door ABP. NPEX kent een groeiend aantal noteringen, op het gebied van zowel vreemd als eigen vermogen en is met name gericht op het MKB. Momenteel telt NPEX in totaal 33 noteringen.

Euronext

Op de Amsterdamse beurs van Euronext zijn 149 ondernemingen genoteerd, naast vele andere effecten en optieproducten, met een totale marktkapitalisatie van 594 miljard euro. In 2013 werd er voor 1,4 miljard euro op dagbasis verhandeld op de Amsterdamse effectenmarkt: 65 van deze ondernemingen zijn EnterNext bedrijven met een gezamenlijke beurswaarde van 17 miljard euro. Deze middelgrote en kleinere ondernemingen gaven in 2013 voor maar liefst 581 miljoen euro aan nieuwe aandelen uit.

NPEX

NPEX is een online platform voor het MKB. Bij NPEX kunnen bedrijven, die voor hun activiteiten op zoek zijn naar kapitaal tussen de 250.000 euro en 10 miljoen euro, dit financieren door middel van het uitgeven van aandelen of obligaties. Om de kosten te verlagen is standaarddocumentatie ontwikkeld. NPEX heeft in het traject tot de notering toe een begeleidende rol. NPEX biedt investeerders de mogelijkheid om rechtstreeks te investeren in ondernemingen en geeft investeerders en beleggers zo toegang tot het MKB. MKB bedrijven zijn van oudsher gefocust op banken als het om financiering gaat. Door de standaardisering van de effecten op NPEX wordt het voor beleggers inzichtelijk hoe MKB bedrijven presteren en waar de

risico's liggen.

De focus van NPEX op MKB bedrijven heeft er toe geleid dat het aantal MKB bedrijven dat op NPEX genoteerd staat groeit. Vanaf september 2013 hebben de volgende bedrijven obligaties uitgegeven via NPEX: Trotter, CRES, MKBi Duurzaam en Roodmicrotec. Vanaf april 2014 hebben Geneba en Fastned een aandelennotering op NPEX.

Meer mogelijkheden voor de beurs?

Onderzoek van Tradinfo⁵⁵ daterend van begin 2014 onder Europese institutionele beleggers, wijst uit dat small cap en mid cap bedrijven momenteel volop in de belangstelling staan van beleggers. Het MKB zal voor financiering, al dan niet in aanvulling op bancaire financiering, zich meer richten tot complementaire financieringsvormen en de openbare kapitaalmarkt. Het financieringslandschap verandert en de beurs kan daar uitstekend een rol in spelen. Tot op heden vindt nog 90 procent van de financiering plaats door banken en 10 procent via de openbare kapitaalmarkt. In Verenigde Staten wordt 80 procent van de financiering gefaciliteerd via de openbare kapitaalmarkt en slechts 20 procent door banken.⁵⁶ De in transitie zijnde MKB financieringsmarkt zal leiden tot meer marktgerichtheid bij ondernemingen, waarbij banken ook een meer adviserende rol op zich zullen nemen.

Uitdagingen voor een groeiende MKB obligatiemarkt via de beurs?

Sterk groeiende ondernemingen die op zoek zijn naar lange termijn financiering kunnen naast het klassieke bankkanaal naar de beurs met een bedrijfsobligatie. Ondernemingen

⁵⁴ Presentatie van professor Van Hulle bij 5-jarig bestaan NPEX, mei 2014.

⁵⁵ "Pan-European survey on investment practices in SMEs", Tradinfo&Actifin, februari 2014.

moeten vertrouwd worden met de voordelen, aanpak en voorwaarden hiervan. Samen met de financiële industrie zal de bedrijfsobligatie komend jaar meer onder de aandacht gebracht worden bij ondernemers. Ondernemingen, waaronder ook familiebedrijven, kunnen zo kennis maken met publiek aangetrokken kapitaal, een investeerderspubliek, met behoud van zeggenschap. Een MKB obligatiemarkt dient gedragen te worden door het gehele ecosysteem; banken, overheid, investeerders en andere marktpartijen. Door middel van een meer integrale aanpak zal het proces van de toegang tot kapitaal vereenvoudigd worden.

Wanneer wordt een beursgenoteerde lening interessant voor een ondernemer?

De bedrijfsobligatie biedt de onderneming meer onafhankelijkheid bij een ongewijzigde aandeelhoudersstructuur, een toename van de naamsbekendheid, zonder convenanten en liquiditeit voor haar investeerders. Een uitgevende instelling van bedrijfsobli-

gaties dient een duidelijke strategie en een degelijke financiële en administratieve organisatie te hebben. Verder zal de onderneming samen met haar adviseurs de noodzakelijke documentatie opstellen o.a. het prospectus.

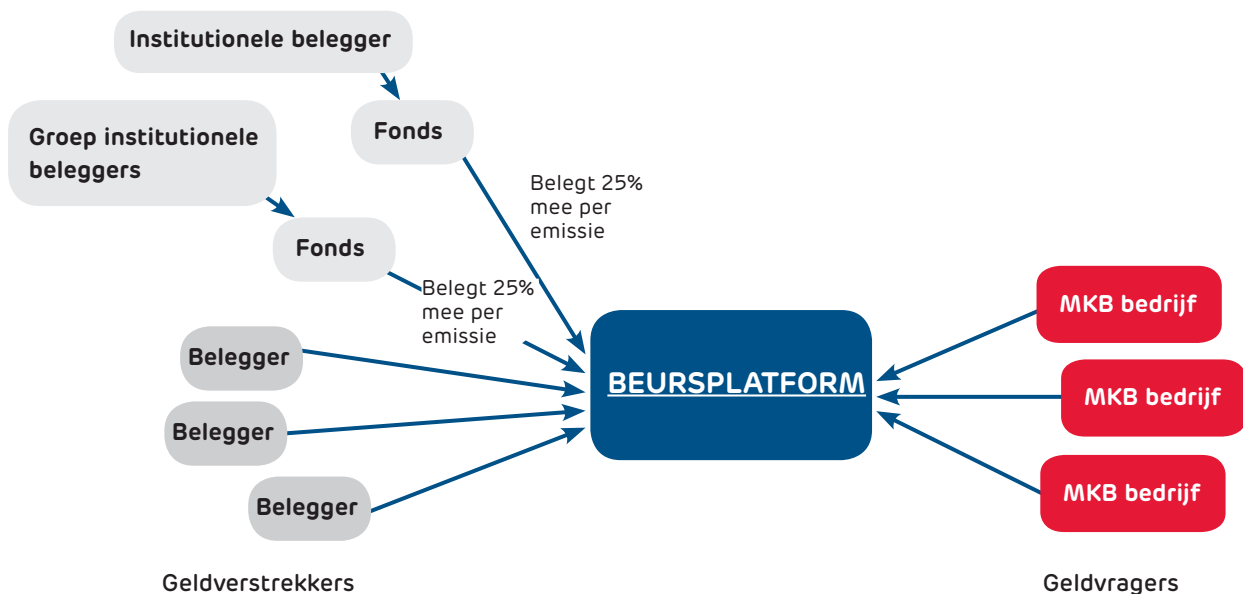
Naast het ophalen van kapitaal betekent het uitgeven van een obligatielening of aandelen ook dat het MKB bedrijf aandacht krijgt van de pers. Media-aandacht die de ondernemer ook verder kan helpen in het realiseren van zijn/haar doelstellingen. Bovendien krijgt de ondernemer een groot aantal ambassadeurs (de beleggers).

Vooruitzichten

Het financieringslandschap verandert en de beurzen kunnen daar een rol in spelen. Bij onze buurlanden hebben tientallen bedrijven inclusief genoteerde en niet-genoteerde familie-ondernemingen bedrijfsobligaties genoteerd. Ondernemingen ervaren de obligatielening als een waardig alternatief naast de banken en in sommige gevallen in plaats van de

banken. Verwacht wordt dat Nederlandse ondernemers de bedrijfsobligatie als alternatief zullen onderzoeken. Wel heeft de Nederlandse markt enige tijd nodig om zich aan te passen aan de nieuwe werkelijkheid met betrekking tot de financiering van de middelgrote en kleine ondernemingen via beurs.

Het op grote schaal rechtstreeks investeren door institutionele investeerders in MKB bedrijven is niet realistisch. In onder andere Engeland en Frankrijk investeren de overheid en fondsen mee met de markt, op het niveau van kleinere leningen. Het is deze structuur die ook voor het Nederlandse MKB goed kan werken. Het mee-investeren met de markt betekent dat het mandaat zo ingevuld kan worden als de institutionele investeerder wil en dat er andere investeerders naast het fonds nodig zijn om te investeren. Voor het MKB betekent dit dat indien zij voldoende investeerders heeft, zij ook weet dat het ontbrekende bedrag meegefinan-



Figuur 6: Institutionele beleggingsmogelijkheden via NPEX. Bron NPEX.

⁵⁶ KPMG: Het belang van de Amsterdamse beurs voor de Nederlandse economie, juni 2013.

cierd wordt. Het MKB bedrijf dient dan ook rekening te houden met de belangen van de beleggers, het fonds en de bestaande financiers (o.a. bank).

EURONEXT

Euronext exploiteert de gereguleerde aandelen en derivatenmarkten in Nederland.

Het verschaffen van toegang tot kapitaal is de kerntaak van Euronext. En dat geldt zeker ook voor verschaffen van toegang tot kapitaal voor het MKB. Als gevolg van de financiële crisis en de veranderende regelgeving wordt het moeilijker voor het MKB om financiering van banken te krijgen. Om deze reden richt Euronext zich op het MKB: financieringsmogelijkheid ten behoeve van groei moet ondersteund worden.

Euronext ziet het als haar maatschappelijke verantwoordelijkheid om oplossingen te bieden voor financieringsvraagstukken. Zo is onlangs samen met een aantal grote marktpartijen (banken, pensioenfondsen en Robeco) het NL Ondernemingsfonds (NLOF) opgericht, waarbij bedrijven door co-financiering van leningen worden voorzien. De verwachting is dat de eerste lening in de tweede helft van dit jaar verstrekt wordt. Op deze manier faciliteert Euronext samen met haar partners in de groei van ondernemers.

EnterNext richt zich op genoteerde en niet-genoteerde MKB ondernemingen met een maximale marktkapitalisatie van 1 miljard euro. EnterNext biedt deze ondernemingen extra gerichte ondersteuning, begeleiding en service bij het vergroten van haar zichtbaarheid, de liquiditeit en de toegang tot de kapitaalmarkt.

Euronext ontwikkelt, in samenwerking met industriepartners, ook andere initiatieven voor financiering in de vorm van leningen en obligaties zoals de IBO, Initial Bond Offering. Deze obligatievorm heeft een minimale omvang van 5 miljoen euro en voorziet in een credit rating van een ESMA geaccrediteerde Rating Agency. Meer informatie is te vinden op www.enternext.biz

Euronext biedt marktspelers een pakket aan diensten om in hun behoeften te voorzien o.a. openbare emissies van aandelen en obligaties. Het Single Order Book van Euronext biedt beleggers de mogelijkheid om op al haar markten op een uniforme manier te handelen, clearen en af te wikkelen. Samen zorgen ze voor verbetering van liquiditeit, lagere kosten en gemakkelijkere toegang tot kapitaalmarkten, met een marktdiepte die acht keer zo groot is als de gemiddelde transactie en de krapste spread van topaandelen in Europa.

In 2013 is via Euronext meer dan 100 miljard euro opgehaald om de Europese economie te financieren, waarmee banen konden worden gecreëerd en groei mogelijk werd.

<https://europeanequities.nyx.com/nl/enternext/prospect/financier-uw-groei/waarom-obligaties-uitgeven>

NPEX

Belangrijkste aandeelhouder van NPEX is INKEF Capital, een door het ABP, het grootste pensioenfonds van Nederland, opgerichte en gefinancierde vennootschap. Daarnaast is NPEX onder andere gefinancierd door het Ministerie van Economische Zaken.

Het MKB is relatief onervaren met de kapitaalmarkt en heeft hulp nodig om op de juiste wijze van de kapitaalmarkt gebruik te maken. Het uitgeven van een obligatielening of aandelen klinkt wellicht ingewikkeld maar is eigenlijk erg eenvoudig. (<http://www.npex.nl/>) heeft een aantal standaarddocumenten laten opstellen om de kosten van uitgifte zo laag mogelijk te houden en de uitgifte zo makkelijk mogelijk te maken. Elk bedrijf dat tenminste 3 jaar bestaat en tenminste één jaar winstgevend is komt in aanmerking om via NPEX een bedrijfsobligatie of aandelen uit te geven. NPEX begeleidt een onderneming in dit proces en zal als regisseur alle betrokken partijen coördineren.

NPEX is momenteel met institutionele partijen bezig een fonds op te richten dat kan mee investeren met de markt. Voor institutionele partijen biedt dit de mogelijkheid om in bepaalde sectoren/ gebieden mee te beleggen met de markt waardoor het risico over meerdere partijen is verdeeld. Dit fonds zal voor meerdere institutionele partijen openstaan om in te investeren. Het fonds krijgt daarbij van de institutionele partijen het mandaat om in MKB-bedrijven te beleggen via obligaties die door deze MKB-bedrijven worden uitgegeven/ noteren op NPEX.

Het MKB bedrijf dat obligaties of aandelen uitgeeft, krijgt naast de bank en een paar investeerders ook te maken met een grote groep beleggers. Deze beleggers wensen inzicht in onder andere de winst en verliesrekening en de balans van het MKB bedrijf. Dit terwijl veel MKB bedrijven juist cash flow gericht zijn. Het MKB bedrijf dient met deze voor haar nieuwe belangen rekening te houden en zal zich bewuster worden van haar bedrijfsprocessen en daarmee professioneler worden. NPEX heeft een vergunning van de AFM voor haar activiteiten en staat onder doorlopend toezicht van DNB en de AFM. Alle effecten en gelden van de beleggers worden beheerd door de Stichting NPEX Bewaarbedrijf. Deze onafhankelijke stichting waarborgt de veiligheid van de beleggers.

5 KREDIETUNIES

Wat is een kredietunie?

Een kredietunie is een coöperatie, zonder winst oogmerk, die zich richt op kredietverlening voor ondernemers door ondernemers.

Hoe werkt een kredietunie?

De kredietunie trekt middelen aan van leden van de coöperatie en/of van professionele marktpartijen. Deze middelen worden vervolgens uitgeleend aan andere leden van de coöperatie zonder tussenkomst van een bank. Dit geeft de leden van de kredietunie en betrokken professionele partijen, de mogelijkheid om samen te investeren in een bepaalde branche of regio, en het investeringsrisico te delen. Kredietnemers worden daarnaast ondersteund door een coach, meestal een van de ondernemers die ook lid is van de kredietunie, om de slagingskans van de onderneming te vergroten.

Internationaal

Internationaal bestaan kredietunies (credit unions) al veel langer. In de Verenigde Staten gaat jaarlijks bijvoorbeeld ongeveer \$6 miljard om in credit unions. Ook in Engeland, Ierland, en een aantal Oost-Europese landen zijn credit unions grote spelers. Credit unions in deze landen richten zich vooral op persoonlijke leningen, en hebben dus een andere doelgroep dan Nederlandse kredietunies. De vorm en basis principes zijn echter gelijk aan die van kredietunies in Nederland.

Doelgroep en product

Kredietunies richten zich in het algemeen op MKB ondernemingen in Nederland die geen, of niet voldoende, financiering kunnen krijgen in het reguliere circuit. Binnen deze algemene doelgroep kiest elke kredietunie een eigen specifieke doelgroep waar zij zich met haar dienstverlening op richt.

Ondernemers uit die specifieke doelgroep vormen samen de kredietunie. Zij worden lid en kunnen financieren of gefinancierd worden. De specifieke doelgroep is gebaseerd op een zogenaamde "common bond" die de deelnemende ondernemers met elkaar hebben. De common bond is de reden waarom de ondernemers lid worden van een bepaalde kredietunie en kan voortvloeien uit de branche waarin de ondernemers actief zijn, of de economische regio van waaruit zij opereren.

Aangeboden producten

Kredietunies verschaffen lineaire leningen tot 250.000 euro met een looptijd tussen de 1 en 10 jaar. Het financieren van kredietunies kan door het aankopen van perpetuele leden certificaten of obligaties uitgegeven door de kredietunie.

Nieuwe wet- en regelgeving

Op dit moment zijn de mogelijkheden voor het aantrekken van funding voor een kredietunie nog beperkt. Voor het aantrekken van opvorderbare gelden is immers een bankvergunning nodig. Begin 2014 is door het CDA een initiatiefwet kredietunies opgesteld om de mogelijkheden voor het aantrekken van middelen voor kredietunies te verruimen. Door deze initiatiefwet zou het mogelijk worden voor een kredietunie om opvorderbaar geld aan te trekken, zonder aan de complete eisen van het banktoezicht te moeten voldoen. Er komt met deze wet een separaat toezicht regime voor kredietunies. Dit regime geeft meer mogelijkheden en waarborgt tegelijkertijd de betrouwbaarheid en kwaliteit van de dienstverlening door kredietunies. Naar verwachting wordt deze wet in de tweede helft van 2014 in de Tweede Kamer behandeld.

Kwaliteitskader

De Vereniging Samenwerkende

Kredietunies is de belangenvereniging en het samenwerkingsverband van Kredietunies. Zij is opgericht door 5 kredietunies en heeft daarnaast inmiddels vijf aspirant-leden. Zij vertegenwoordigt de leden richting de overheid en andere partijen, en richt zich op het realiseren van alles wat nodig is om coöperatieve kredietverlening effectief te kunnen opzetten in Nederland. Om de kwaliteit van de dienstverlening te waarborgen heeft de Vereniging een kwaliteitskader ontwikkeld waaraan alle leden moeten voldoen. Dit kwaliteitskader bevat eisen op het terrein van informeren van klanten, inrichting van de bedrijfsvoering, risico management, financiële rapportage en beheer.

Daarnaast is er de Vereniging van Kredietunies (VKN) opgericht in 2012. De Vereniging van Kredietunies in Nederland (VKN) is een vereniging die de invoering van een stelsel van kredietunies in Nederland faciliteert en begeleidt. VKN is een initiatief dat een specifiek model kredietunies ontwikkelt, namelijk kredietunies met het perpetuele leden certificatenmodel. Het is nog niet duidelijk hoeveel kredietunies hier onder vallen.

Operationeel model van een kredietunie

De kredietunie trekt geld aan van leden van de coöperatie en/of van professionele marktpartijen, en leent dit uit aan andere leden van de coöperatie.

Aanvragen die binnenkomen worden beoordeeld op financiële haalbaarheid door de kredietcommissie van de kredietunie.

Een kredietcommissie wordt gevormd door de leden van de kredietunie. De commissie kan professionele externe partijen inschakelen om de kredietbeoordeling te doen of zij kan deze beoordeling zelf doen als de leden over voldoende kennis beschikken.

De uiteindelijke beslissing over welke kredieten gefinancierd worden en welke niet, ligt altijd bij de kredietcommissie, of bij het bestuur van de kredietunie. Het financieel beheer van de leningen kan ook worden uitbesteed aan professionele partijen. Het financieel risico ligt echter bij de kredietunie zelf.

Financiering met banken?

Kredietunies richten zich op kredietaanvragen die in het reguliere circuit niet kunnen worden ingevuld. Dit kan gelden voor een hele kredietaanvraag of voor een deel daarvan. In het laatste geval kan mogelijk samen met een andere partij, zoals een bank, worden gefinancierd. De zekerheden en voorwaarden zullen in dat geval in combinatie moeten worden bepaald. Bij veel kredietaanvragen die bij een kredietunie worden ingediend is reeds bankfinanciering aanwezig. Deze financiering en de daarvoor geldende voorwaarden en consequenties worden in de kredietbeoordeling betrokken.

Samenwerken met institutionele investeerders?

Een kredietunie trekt middelen aan van ondernemers en andere partijen die een common bond hebben met de doelgroep van de kredietunie. Vanuit ideëel of economisch belang kan een ondernemer of organisatie de doelstelling van een kredietunie willen bevorderen door te investeren in de kredietunie. Naast ex-ondernemers kan dit gaan om overheden, pensioenfondsen, belangenorganisaties of professionele beleggers. Het financieren van de kredietunie geeft voor deze partijen de volgende mogelijkheden:

- Steun geven aan de hele doelgroep, door investeren in de kredietunie is financieren of afwijzen van individuele kredietaanvragen niet nodig.
- Financieren zonder rechtstreekse verbintenis of verplichting richting ondernemers. De kredietunie gaat de juridische betrekkingen aan met alle leden zowel finan-

ciers als kredietnemers.

- Spreiden van risico doordat gezamenlijk met alle deelnemers van de kredietunie wordt geïnvesteerd.

De rendementen die een kredietunie kan bieden zijn beperkt, vooral door de beperkte schaal en het specifieke financieringsproduct. Naar verwachting kan op ledencertificaten tussen de 3 en 5% aan rendement geboden worden. Voor obligaties zal dit rendement naar verwachting rond de 3% liggen. Naast het financieel rendement wordt er echter ook een sociaal rendement gerealiseerd in een kredietunie. Ondernemers met goede ideeën die nergens terecht kunnen hier alsnog financiering krijgen,

waarbij de ondersteunende coaching hun kans van slagen verder vergroot. Dit betekent extra mogelijkheden tot groei of herstel voor de eigen sector of regio. De gerealiseerde rendementen zijn afhankelijk van de resultaten van de kredietunie. Naar verwachting zijn de risico's van een investering in een kredietunie beperkt. Doordat kredieten gescreend worden door andere leden met veel kennis van de eigen doelgroep en, doordat via het lidmaatschap kredietnemers ook een sociale verantwoordelijkheid (net zoals bij group lending te zien is) voelen, is de motivatie om terug te betalen heel hoog. Internationaal is dit ook zichtbaar in de default percentages van kredietunies. Die liggen rond de 2%.

KREDIETUNIES

Vereniging Samenwerkende Kredietunies

De Vereniging Samenwerkende Kredietunies is de belangenvereniging en het samenwerkingsverband van Kredietunies. Zij richt zich op het realiseren van alles wat nodig is om coöperatieve kredietverlening effectief te kunnen opzetten in Nederland. De leden van de Samenwerkende Kredietunies zijn onafhankelijke kredietunies die zich richten op coöperatieve kredietverlening. Dat is het zonder winstoogmerk aantrekken van gelden van leden van de coöperatie en/of van professionele marktpartijen, dat vervolgens wordt uitgeleend aan andere leden van de coöperatie. Het kwaliteitskader van de Vereniging waarborgt de kwaliteit en betrouwbaarheid van de dienstverlening van de aangesloten leden.

Beleggen in een kredietunie is een manier om de branche of regio te versterken en daarnaast mogelijk een rendement te realiseren. Verschillende kredietunies in Nederland zijn op zoek naar investeerders. De Vereniging Samenwerkende Kredietunies verwijst investeerders door naar de kredietunie die past bij de verschillende wensen vanuit de investeerder. Op dit moment zijn Kredietunie Midden-Nederland, Kredietunie Bakkerij Ondernemers en Kredietunie Zeeland actief op zoek naar investeerders. Kredietunie Brabant, Mobiliteits Ondernemers, Optiek, Friesland, Visserij en Haarlemmermeer volgen. Daarnaast komt er binnenkort wellicht ook een mogelijkheid om te investeren in een groep van kredietunies.

<http://samenwerkendekredietunies.nl/>

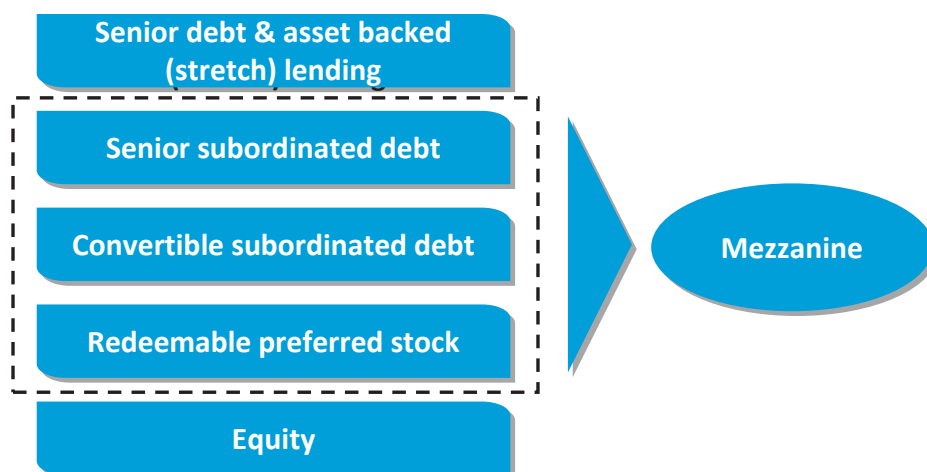
Vereniging van Kredietunies

De Vereniging van Kredietunies (VKN) is in Nederland in 2012 opgericht en bevordert financiering van, voor en door ondernemers in het midden- en kleinbedrijf. De coöperatieve structuur van kredietunies waarborgt de persoonlijke en menselijke factor in het bankbedrijf, waardoor sparen en lenen weer een gezicht krijgen. Kredietunies staan de ondernemer in het midden- en kleinbedrijf met geld, maar ook en vooral met raad, daad en ervaring ter zijde.

<http://www.kredietunienederland.nl/>

6 MEZZANINE

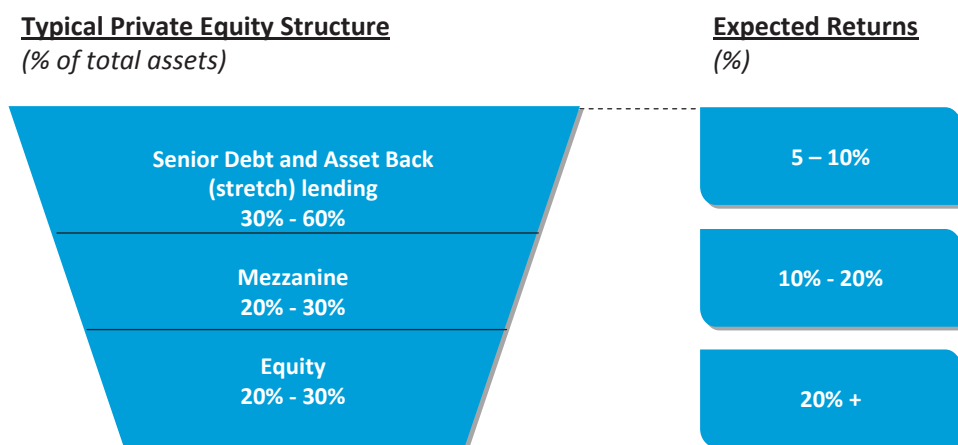
Mezzanine financiering is een achtergesteld schuldinstrument, gepositioneerd in de kapitaalstructuur van bedrijven tussen eigen vermogen en senior bank schuld (de letterlijke betekenis van Mezzanine is "tussenverdieping"). In de huidige markt bestaat er een groeiende vraag naar mezzanine omdat senior bank schuld als gevolg van strikte wet- en regelgeving selectiever wordt verstrekt met gemiddeld kortere looptijden en tegen striktere voorwaarden. Dit leidt tot een groeiend gat tussen "schuld" en "eigen vermogen". Voor de bedrijven die een mezzanine lening aantrekken betekent een dergelijke schuldlaag over het algemeen dat de bereidheid van banken om krediet te verlenen toeneemt. Immers, vanuit het perspectief van de bank is de risicodragende buffer groter.



Figuur 7: Positie mezzanine in vermogensstructuur.

Mezzanine is in de regel een duurdere vorm van financiering dan een lening tegen onderpand of een lening op basis van eersterangsschulden (zogenoemd "senior debt"). Het hogere kredietrisico (in vergelijking met senior bank schuld) wordt gecompenseerd door een combinatie van (1) een cash rente component, (2) een opgerolde rente component, en (3) een prestatie afhankelijke (equity) kicker.

Kapitaalstructuren met mezzanine hebben op hoofdlijnen de volgende samenstelling:



Figuur 8: Kapitaalstructuur mezzanine.

Risicoprofiel

Hoewel Mezzanine achtergesteld is bij senior bank schuld, gaat het in rang voor eigen vermogen. Daarbij worden zekerheden bedongen en kenmerkt mezzanine zich door strikte (financiële) convenanten. Daarom heeft Mezzanine een aantrekkelijk risico/rendement profiel. Met betrekking tot default ratio's en recovery levels is niet veel informatie publiek beschikbaar. Enige bron die hier enige informatie heeft verschaft is een onderzoek dat Moody's deed in juli 2011. In dit onderzoek (Moody's research, European Leveraged Loans: Robust Recoveries in Recent Downturn, July 2011), waarin is gekeken naar recovery rates in verband met defaults die plaatsvonden tussen het vierde kwartaal 2008 en het tweede kwartaal 2010, stelt Moody's dat recovery rates voor senior bankschuld gemiddeld op ca. 80% lagen, terwijl die voor mezzanine op ca. 39% lagen. Hierbij werden eventuele baten die later werden gerealiseerd als gevolg van de uitoefening van zekerheden (bijvoorbeeld aandelen pandrecht) buiten beschouwing gelaten.

De markt voor mezzanine

Internationaal is de markt voor mezzanine groot. Volgens de Thomson ONE database is er sinds 2008 ca. 25 miljard euro opgehaald voor mezzanine fondsen. Vooral Angelsaksische partijen spelen op deze markt een grote rol. Deze partijen beschikken echter veelal over fondsen met een omvang van meer dan 1 miljard euro. Gemiddelde investeringsomvang ligt in de regel tussen 30 en 75 miljoen euro per transactie. Marktleiders in deze markt zijn ICG, Carlyle, Blackstone, Goldman Sachs, Mezzanine Management.

Meest gangbaar is het voor mezzanine investeerders om vooral te focussen op zogenaamde leveraged buy out transacties, transacties waarbij private equity investeerders bedrijven overnemen en deze overnames financieren met een mix van senior (bank) schuld, mezzanine en eigen

vermogen. Dit betekent echter niet dat mezzanine niet ook inzetbaar kan zijn in andere situaties waarbij private (familie) bedrijven zoeken naar vermogensversterking, zonder uitgifte of verkoop van aandelen.

Mezzanine fondsen

Fondsstructuren voor de grote Angelsaksische fondsen zijn in de regel vergelijkbaar met de structuren die gangbaar zijn voor private equity: zogenaamde "closed end" fondsen, met een vastgestelde investeringstermijn, waarbinnen kapitaal op afroep beschikbaar is voor investeringen. Investeerders zijn verplicht om, wanneer het geld wordt afgeroepen (een "capital call") dit direct over te maken.

De periode die de fondsmanager heeft om het geld af te roepen ligt in de regel tussen de drie en vijf jaar. De fondsbeheerder brengt een management fee in rekening bij de participanten in het fonds om de kosten van beheer te kunnen voldoen. Daarnaast, vergelijkbaar met private equity, wordt ook voor mezzanine veelal gewerkt met een zogenaamde "carry"-regeling: boven een vastgestelde "hurdle" profiteert de fondsbeheerder mee van het behaalde extra rendement. Hiermee worden de belangen van de participant en de fondsbeheerder volledig met elkaar in lijn gebracht. Deze structuren zijn over het algemeen het best vergelijkbaar met de Nederlandse commanditaire vennootschap(CV)-structuur of die van een "Fonds voor Gemene Rekening (FGR)". Het beheer wordt gedaan door een "management company" of "general partner". De participanten treden toe als zogenaamde limited partner. Zij hebben over het algemeen geen stem bij investeringsbeslissingen. Die stem ligt bij de fondsbeheerder of het investment committee. Structuren moeten vanaf juli 2014 voldoen aan de Europese AIFMD (de Alternative Investment Managers Directive) richtlijnen, die geldt voor alle beleggingsfondsen die niet onder UCITS vallen (vanaf 500 miljoen euro AUM).

Structurering

Mezzanine leningen zijn in de regel gebaseerd op documentatie die vergelijkbaar is met de documentatie die wordt gebruikt voor de senior (bank) schuld. Daarnaast worden in een "intercreditor agreement" de afspraken tussen financiers vastgelegd, waaronder de manier waarop de achterstelling van de mezzanine bij de bankfinanciering is geregeld. Verder is het gebruikelijk dat mezzanine leningen, net als senior (bank) leningen, zekerheden ontvangen die in rang zijn achtergesteld bij de zekerheden van de bank. In alle gevallen werkt de mezzanine investeerder nauw samen met de bank die de senior bankschuld verschaft. Afhankelijk van de situatie kan ook een private equity investeerder bij deze samenwerking een belangrijke rol spelen. Mezzanine verstrekkers zijn nauw betrokken bij de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd. Dit wordt vaak vormgegeven door een betrokkenheid bij de Raad van Commissarissen, veelal als "toehoorder".

Delta Lloyd Mezzanine Fonds

- Het Delta Lloyd Mezzanine Fund verstrekt achtergesteld kapitaal aan middelgrote Nederlandse bedrijven ten behoeve van de realisatie van de (groei) ambities van de onderneming.
- De leningen hebben een omvang tussen 5 en 15 miljoen euro. Binnen het huidige fonds zal een portefeuille worden opgebouwd met 8 – 10 investeringen.
- Active betrokkenheid: het Delta Lloyd Mezzanine Fund is als toehoorder vertegenwoordigd in de Raad van Commissarissen van de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd
- Bij de beoordeling van investeringsproposities is het management van de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd van groot belang. Het commitment van het management en de inschatting van de kwaliteiten van het bredere management team is hierbij cruciaal.
- Andere onderdelen van de due diligence zijn: onderzoek financiële historie en prognoses, check bestaande contracten, onderzoek onder leveranciers en klanten van de onderneming, gesprekken met (ex-)werknemers en een uitgebreide analyse van de markt waarin de onderneming actief is. Soms worden gespecialiseerde bedrijven ingehuurd voor specifieke onderwerpen, zoals intellectueel eigendom, transfer pricing, belasting, technologie, marktverwachtingen, e.a..
- Investerings van het fonds worden vooraf altijd getoetst aan de Sustainability Policy van Delta Lloyd Groep. Meer hierover is te vinden op www.deltalloyd.nl/verantwoordbeleggen.
- Het fonds vervult binnen Nederland een pioniersrol. Het aantal aanvragen voor financiering vanuit de BV Nederland is substantieel, wat aangeeft dat er veel behoefte is aan deze vorm van complementaire financiering. In alle gevallen waarin het fonds heeft geïnvesteerd kwam de onderneming door de versterkte balans ook weer in aanmerking voor bancaire krediet, tegen betere voorwaarden. www.deltalloydassetmanagement.nl/mezzanine

7 ONDERHANDSE LENINGEN (PRIVATE DEBT FINANCIERING)

Inleiding

Private Debt is een illiquide lening aan het middensegment van de bedrijfsleningen markt (ook wel small- en midcap genoemd). Deze markt ligt tussen MKB en Large Cap bedrijven in. Dit is een segment dat nu vooral afhankelijk is van de bankenmarkt.

Het is economisch gewenst om naast de bankenmarkt ook alternatieve kapitaalmarkten te ontwikkelen. De bedrijven en de economie worden hier flexibeler en dus krachtiger van. Alternatieve kapitaalmarkten zijn bijvoorbeeld High Yield, Convertibles, Mezzanine en Private Debt (private placements).

Private Debt leningen hebben over het algemeen geen officiële credit rating. Bedrijven hebben deze niet nodig omdat ze geen regelmatige uitgever zijn van bedrijfsobligaties en/of omdat ze meer hechten aan een lange termijn relatie met een beperkt aantal investeerders. Een credit rating heeft in deze gevallen geen toegevoegde waarde.

Het hogere illiquiditeitsrisico in vergelijking met bedrijfsobligaties wordt gecompenseerd door een combinatie van (1) illiquiditeitspremie, (2) betere leningsvoorwaarden, en (3) geen mogelijkheid tot subordinatie bij herstructureringen (in het geval van senioren leningen).

Risicoprofiel

Hoewel Private Debt niet liquide is, heeft het een aantal kenmerken die het risico van dit instrument beperken. Aangezien Private Debt niet achtergesteld kan worden aan bankschuld heeft het vergelijkbare recovery levels. Deze liggen historisch gezien rond de 80%, een stuk hoger dan in de liquide markt waar dit historisch rond de 48% ligt.

Daarnaast hebben Private Debt contracten maintenance convenanten die ervoor moeten zorgen dat het kredietprofiel door de tijd heen stabiel blijft. Gebeurt dit niet dan is de lening opeisbaar. In de praktijk krijgen de lening verschaffers vaak een hogere rentevergoeding voor een tijdelijke limietoverschrijding.

Deze convenanten zijn belangrijk omdat Private Debt niet onderhevig is aan publieke marktucht. Bedrijven die een publieke rating hebben riskeren hun reputatie bij een afwaardering van

de publieke rating. Private Debt heeft dit niet. Er zijn dus andere handvatten (convenanten) nodig om dit kredietprofiel binnen de lijnen der verwachting te houden.

Moody's Ultimate Recovery Database

Average Recoveries

Bank Debt	80.4%
Senior Secured Bonds	63.5%
Senior Unsecured Bonds	48.2%
Subordinated Debt*	28.3%
All Family Recoveries	54.6%

Note: Data from Moody's Ultimate Recovery Database, which contains 1,029 defaults and 4,926 debt instruments dating back to 1988.
*Includes senior subordinated, subordinated and junior subordinated bonds.

Source: Moody's Investors Service

Figuur 9: Recovery database. Bron: Moody's.

Delta Lloyd Private Debt Fund (PDF)

- Het PDF richt zich op institutionele beleggers die diversificatie zoeken in hun bestaande (meestal liquide) kredietportefeuilles.
- Voor een illiquide lening wordt een extra premie boven een soortgelijk lening uit de publieke markt tussen 100 bps en 200 bps gevraagd.
- Het PDF streeft naar een gemiddelde kredietkwaliteit die ligt tussen BBB- en BB+ en streven naar een aantal van rond de 30 leningen met een concentratielimit die niet groter is dan 5% per lening. Daarnaast zal er niet geïnvesteerd worden in leningen met een interne rating die lager ligt dan BB-.
- Elke transactie wordt voorgelegd aan een onafhankelijk Investerings Comité. Het overkoepelende orgaan is het Investerings Advisering Comité. Dit orgaan functioneert als toezichhouder van het fonds. Belangrijke investeerders in het fonds zullen ook zitting nemen in dit orgaan.
- Beoogde fondsgrootte is 500 miljoen euro en het fonds verstrekt krediet aan bedrijven voor een termijn van 5 tot 10 jaar. PDF richt zich op de regio Noord West Europa.
- Investerings van het PDF worden vooraf altijd getoetst aan de Sustainability Policy van Delta Lloyd Groep.
www.deltalloyd.nl/verantwoordbeleggen.

8 LEASING

Leasing wordt momenteel in Nederland in vergelijking tot andere Europese landen minder als financieeringsinstrument ingezet. MKB ondernemingen vinden leasing te duur. Dit terwijl financiële leasing ook belangrijke voordelen kan bieden zoals vergrote flexibiliteit en het vrijhouden van geld voor andere doeleinden. Het is daarmee een kansrijk financieeringsinstrument om verder te ontwikkelen (Panteia, 2013d). Een inschatting van de jaarlijkse leaseproductie voor het Nederlandse MKB ligt rond de 3,5 miljard euro.

De funding van leasemaatschappijen hangt samen met het type leasemaatschappij. De type leasemaatschappijen zijn:

1. dochters van Nederlandse banken
2. dochters van buitenlandse banken
3. captive leasemaatschappijen
4. onafhankelijke leasemaatschappijen

Voor wat betreft de bankdochteren (van Nederlandse of buitenlandse banken) wordt de funding geregeld via de moedermaatschappij. Aangezien deze zelf een bank is, zal de funding via de bancaire kanalen worden

aangetrokken.

Captive leasemaatschappijen halen hun funding ook bij hun moedermaatschappij of bij een bank. Indien de moedermaatschappij, bijvoorbeeld een grote fabrikant of invoerder, zelf over funding beschikt, zal de voorkeur gaan naar het inzetten van deze funding om de verkoop - en dus de productie, het draaiende houden van de fabriek(en) - te ondersteunen. Daarnaast kan een captive vanzelfsprekend ook funding bij een of meerdere banken halen. In sommige gevallen wordt zelfs een joint venture aangegaan tussen een captive leasemaatschappij en een bank. Onafhankelijke leasemaatschappijen halen hun funding uit bancaire kanalen, dan hebben we het over één of meerdere al dan niet binnenlandse banken.

Een model wat zich de laatste jaren heeft ontwikkeld is het securitiseren van leasing portfolio's (zie het hoofdstuk over securitisatie). Dat komt er op neer dat een leasemaatschappij een (deel van een) bestaande portfolio aan lopende contracten in één pakket van de balans afhaalt en doorverkoopt aan één of meerdere investeerders. Hierbij zijn varianten

denkbaar in termen van risk sharing. Vanzelfsprekend is het opzetten van dergelijke structuur alleen interessant als het om een fors bedrag gaat, denk daarbij aan grootte-orde 100 miljoen euro. Investeerders zullen wellicht de voorkeur geven aan homogene portfolio's in termen van geografie (één land, dus één jurisdictie), type klanten (bijv. MKB) of type assets. De opbrengst van zo'n leaseportfolio is vanzelfsprekend een bron van funding voor nieuwe contracten.

Het rendement van een leaseportfolio is relatief beperkt, immers de prijs is eerder vastgelegd tussen de lessor en de lessee, en de verkopende partij zal wel minimaal 100% van het uitstaand obligo willen ontvangen. Daar staat tegenover dat het risico van zo'n leaseportfolio voorspelbaar is en erg gespreid is. Het risico kan als volgt worden ingeschat: kwaliteit en spreiding van de onderliggende debiteuren, kwaliteit van de onderliggende objecten en operationele risico's. In Nederland zijn maar weinig gevallen bekend van gesecuritiseerde leaseportfolio's, enkel in car leasing komt dit voor. Van funding door pensioenfondsen zijn tot nu toe in Nederland geen voorbeelden.

9 (REVERSED) FACTORING EN NETWERKFINANCIERING ⁵⁷

Door het constant oprekken van betalingstermijnen, zowel de contractuele als de feitelijke, is in de laatste jaren een verschuiving ontstaan van werkkapitaal van het midden en kleinbedrijf naar de door hen beleverde grote, vaak multinationale ondernemingen. Het landelijk gemiddelde van de debiteurentermijn lag in 2011 op 34 dagen, maar het MKB krijgt met 40 dagen later betaald dan dit gemid-

delde. Het grootbedrijf zit juist op 30 dagen. Onderhandelingsmacht is de belangrijkste oorzaak voor dit verschil. De afgelopen jaren is door langere betaaltermijnen de vraag naar werkkapitaal bij het MKB dus gestegen, terwijl het verkrijgen van krediet om het werkkapitaal te financieren voor het MKB lastiger is geworden.

De laatste jaren is er een relatief

nieuw financieeringsproduct aan een opmars bezig, genaamd ketenfinanciering ('supply chain finance'). Financieringsoplossingen, gericht op meerdere spelers in dezelfde waardeketen, wordt ketenfinanciering genoemd. Vanuit een bedrijf zorgen dat de producten en diensten afgenomen worden door je klanten is wijdverbreid. Het aloude 'op de pof' leveren door kruideniers en cafés, en meer recent: talloze lening- en

⁵⁷ Deels overgenomen en bewerkt uit; Samenvatting resultaten studie ketenfinanciering in Nederland, februari 2014.

financieringsvehikels bij de aanschaf van luxe goederen zoals auto's en elektronica.

Richting afnemers is er een duidelijke incentive om financiering te verstrekken: het stelt de afnemer in staat (meer) af te nemen. Ketenfinanciering richting afnemers is bekend en bestaat al lang, als hiervoor beschreven. Ketenfinanciering richting leveranciers is betrekkelijk nieuw. Hierbij helpt de afnemer (de koper) de leverancier aan een financieringsoplossing, direct of via een financiële instelling.

Bij ketenfinanciering (reversed factoring) richting leveranciers stelt een sterke koper zijn kredietwaardigheid ter beschikking aan zijn leverancier(s). Dit werkt alleen als de afnemer een hogere kredietwaardigheid heeft dan zijn leverancier. In veel gevallen is dat zo en is de afnemer, door de hogere 'credit rating' een lager risico voor zijn financiers en zal de afnemer dus goedkoper aan krediet kunnen komen. Het verschil in financieringskosten tussen zeer kredietwaardige afnemers en veel minder kredietwaardige leveranciers, kan in de praktijk tot 10% oplopen.

Vergeleken met Nederland, is omgekeerde factoring verder ontwikkeld in landen waar de potentie hoog is door lange betaaltermijnen en een hoge rente voor met name MKB financiering. Nederland scoort in Europa relatief goed op een redelijk lage rente en een gering aantal uitstaande betaaldagen.

Op basis van CBS input/output tabellen is een analyse opgesteld, welk deel van de MKB-afzet in aanmerking zou kunnen komen voor ketenfinanciering. Hierbij is een aantal aannames gemaakt, waaronder dat investeringen en leveringen aan consumenten ongeschikt zijn, dat de export niet meetelt (want buiten de directe invloedssfeer van de overheid ligt om evt. financiering binnen de keten te propageren), dat de leveringen tussen MKB bedrijven onderling niet de gewenste sterke speler

met een hoge kredietwaardigheid heeft. Deze analyse levert een eerste ruwe indicatie van de potentie van ketenfinanciering. Deze potentie is bepaald op 8,9 miljard euro indien de gemiddelde betalingstermijn van 40 dagen, die geldt voor de afzet van het MKB naar grootbedrijf en overheid, teruggebracht kan worden naar 15 dagen. Ketenfinanciering wordt hier dan gedefinieerd als een combinatie van 'reversed factoring' voor Grootbedrijf-MKB en 'eerder betalen' voor Overheid-MKB.

In Nederland zijn verschillende innovatieve debiteurenfinancieringsprogramma's op de markt gekomen. Dergelijke oplossingen en platformen bieden liquiditeit aan MKB-ers met grote bedrijven als klant zonder dat het grootbedrijf een ketenfinancieringsprogramma hoeft op te zetten of de MKB-er toegang hoeft te verlenen. Voorbeelden zijn: Flinqer, Alfa Commercial Finance, Trefi.

TREFI

TREFI is de merknaam van het online platform (<http://www.trefi.nl/>) dat real-time kredietinformatie, facturatie, debiteurenbeheer en incasso alsmede het kopen van facturen integreert tot een alternatief voor financiering met facturen als onderpand (het "TREFI Platform").

TREFI voorziet MKB ondernemers van een geautomatiseerd facturatie- en creditmanagement systeem dat verstuurd facturen binnen 24 uur uitbetaalt. Het TREFI Platform meet en identificeert dagelijks risico's in het netwerk van leveranciers en afnemers. Geautomatiseerde analyse van de gegevens vormt de basis voor de waardering (de zogenaamde initiële koopprijs) van de aangeboden facturen. Door de geïntegreerde methodiek kan tegen lagere operationele- en risicokosten de koop van vorderingen via het TREFI Platform worden uitgevoerd. De kapitaalstructuur is conform Bazel-III regelgeving opgezet, risicomodellen volgens de BIS-IRB-Advanced methodes en de TREFI infrastructuur opereert volgens ISO27001 informatiebeveiligingsstandaarden.

De uitvinder en ontwikkelaar van het TREFI Platform, heeft met TREFI's financieringsmethodiek in 2010 en 2012 prijzen gewonnen van de G-20 ("Meest innovatieve MKB Financieringsoplossing ter wereld"), gebaseerd op de MKB financieringsactiviteiten in Zuid Amerika, waar onder andere de Wereldbank en Inter-American Development Bank nauw betrokken zijn. Sinds 2012 is het TREFI Platform operationeel in Nederland en sinds begin 2014 klaar om op te schalen door middel van uitgiftes van gedekte obligaties.

TRFI Funding B.V. verzoekt institutionele beleggers geld uit te lenen aan TRFI Funding B.V. Dit geld wordt op basis van de dagelijks risico gewogen waarde van op het TREFI Platform verstuurd facturen van een op het TREFI Platform aangesloten klant doorgeleend aan TRFI B.V. welke de facturen (vorderingen) koopt van de klant.

De inkomsten die TRFI B.V. genereert onder het arrangement met de klant zijn steeds toereikend om de verplichtingen van TRFI Funding B.V. na te komen. Het geld dat TRFI Funding B.V. leent wordt 100% gebruikt voor het kopen van vorderingen. TREFI heeft recent de eerste financiering opgehaald waarmee een aantal ondernemers in het MKB segment wordt geholpen met verbetering van hun liquiditeitspositie en verlaging van het interne risicoprofiel. Door TREFI's real-time risk management ontvangen obligatiehouders rente tegen een continu beheerst risico en krijgen obligatiehouders real-time inzage via de beveiligde investor-page op de website. De rating indicatie op het eerste 50 miljoen euro senior gedekt obligatieprogramma is single A.

10 NEDERLANDE INVESTERINGSINSTELLING (IN OPRICHTING)

De Nederlandse Investeringsinstelling (NII) is een intermediair en aanspreekpunt voor (nieuwe) initiatieven met als doel om aanvullend aan bancaire kredietverlening kapitaal van (internationale) institutionele beleggers voor de Nederlandse economie te mobiliseren voor levensvatbare projecten die in de huidige markt om verschillende redenen niet aan de benodigde financiering kunnen komen. De NII doet dit door vraag naar en aanbod van (lange termijn) financiering bij elkaar te brengen. Zo kunnen in de kern gezonde investeringsproposities geschikter worden voor financiering door nationale en internationale institutionele beleggers en kan de NII de intermediair zijn die beleggers de mogelijkheid geeft om aanvullend aan bancaire financiering hun investeringsambities in Nederland te verwezenlijken. De NII kijkt daarbij in elk geval naar de terreinen die in het kader van het overleg tussen kabinet en institutionele beleggers verkend zijn. De activiteiten van de NII bieden kansen aan projecteigenaren die financiering zoeken en moeten ertoe leiden dat institutionele beleggers willen investeren in projecten. De NII zal nagaan of een propositie kansrijk is voor financiering tegen marktconforme condities. Daarnaast zal de NII zich inzetten om het gebrek aan

financiering te verhelpen door:

- **Selectie van projecten.**
Een knelpunt voor investeringen door beleggers is dat zij niet de kennis en de mankracht hebben om individuele projecten te beoordelen en te selecteren. Een van de hoofdtaken van een intermediaire investeringsinstelling is om deze rol te (laten) vervullen voor institutionele beleggers.
- **Standaardisatie.**
Een gestandaardiseerde aanpak verlaagt transactiekosten en zorgt dat investeringsprojecten en hun risicorendementsprofiel transparant en voorspelbaar zijn.
- **Bundeling van projecten in aantal of in de tijd.**
Een investeringsinstelling kan het probleem van schaalgrootte adresseren door opschaling en bundeling van proposities om zodoende aan de minimale voor beleggers vereiste schaalgrootte te kunnen voldoen. De instelling kan de bundeling toesnijden op de wensen van beleggers wat betreft thematische en geografische spreiding en het gewenste risicoprofiel van het pakket.
- **Projectontwikkeling.**
Er bestaan vele ideeën voor projecten met nog onvoldoende uitgewerkte business cases, met

intransparante risico/rendementsprofielen en waar informatie niet aansluit bij de wensen van investeerders. Een investeringsinstelling kan als praktisch kenniscentrum fungeren en/of assisteren in de ontwikkeling van business cases voor deze projecten. Dit kan in combinatie met een gestandaardiseerde aanpak.

Ontwikkeling van nieuwe financieringsinstrumenten

In het verlengde van het bovenstaande kan de NII ook adviseren en assisteren bij het ontwikkelen van financieringsinstrumenten. De NII kan partijen tevens adviseren bij het tot stand komen van (nieuwe) initiatieven die aansluiten bij de doelstelling van de NII. Daarnaast kan de NII ook een platform zijn waar de overheid, institutionele beleggers en andere betrokkenen ideeën uitwisselen over het verbeteren van de langetermijn financierbaarheid van investeringen in Nederland.

Bij de afronding van MKB in Beeld was het realisatieplan (IRP) voor de Nederlandse Investeringsinstelling (NII) nog niet opgeleverd. Meer informatie is te vinden op de website van het Ministerie van Economische Zaken.

11 MICROFINANCIERING

De economische zelfstandigheid en sociale integratie van de startende en bestaande ondernemers in Nederland staat onder druk. In het deelrapport "Het MKB - Cijfers en Trends" is beschreven dat juist in het kleinere leningensegment de financierbaarheid ter discussie staat. Het is steeds moeilijker om financiering te verkrijgen om te starten met een bedrijf of om een bestaand bedrijf te laten

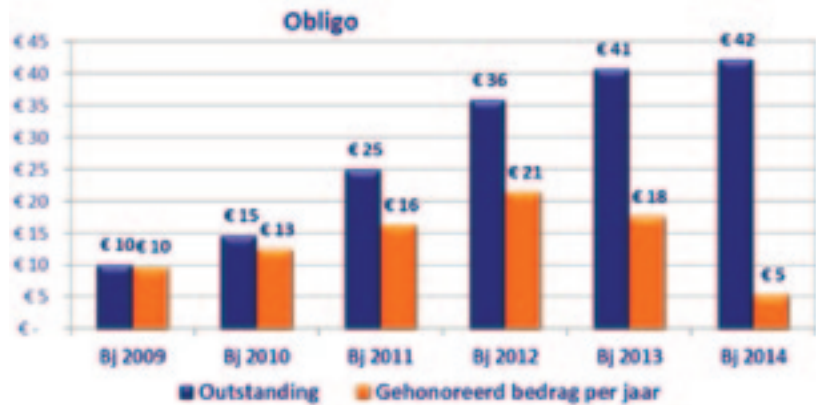
groeien. Accurate ondernemersbegeleiding is duur of niet beschikbaar. Microfinanciering richt zich op (aspirant) ondernemers die zo wél de mogelijkheid krijgen om hun bedrijf te starten, voort te zetten, of zelfs te doen groeien. Hiermee wordt economische onafhankelijkheid en sociale integratie bevorderd. Doordat ondernemers met Microfinanciering een track-record kunnen opbouwen,

verbetert daarnaast de mogelijkheid voor vervolgfianciering. In Nederland is Qredits de organisatie op het gebied van Microfinanciering voor het MKB. Sinds de start in 2009 is Qredits uitgegroeid tot verstrekker van zakelijke kredieten met ruim 4.850 klanten. In totaal is er per 31 maart 2014 een kredietvolume van 83 miljoen euro verstrekt. De huidige portefeuille aan lopende leningen bedraagt ruim

42 miljoen euro.

Qredits heeft sinds de start meer dan 29.000 aanvragen ontvangen. Hiervan zijn ruim 20.000 aanvragen in behandeling genomen. Van het totaal aan behandelde aanvragen is ruim 5.000 aanvragen goedgekeurd. Daarmee ligt het goedkeuringspercentage van Qredits rond de 25%. Door het zorgvuldige selectieproces van Qredits valt dus ruim 75% van de behandelde aanvragen af. Van de aanvragen die in de eerste scan worden afgewezen betreft het grootste deel niet volledige aanvragen. Het gemiddelde bedrag van de verstrekte lening ligt rond de 17.500 euro. Kijkend naar de opgebouwde portefeuille is te zien dat er tot nu toe voor ruim 83 miljoen euro aan kredieten is verstrekt, verdeeld over bijna 5.000 leningen. De huidige actieve (outstanding) portefeuille bevat in totaal rond de 3.500 leningen, voor

een bedrag van 42 miljoen euro. Het restant betreft grotendeels volledig afgeloste leningen, en slechts 140 leningen zijn (deels) oninbaar gebleven en afgeboekt. Hiermee komt de totale default uit op ca. 3%.



Figuur 10: Obligo per jaargang 2009-2014

Bron: Commerciële rapportage Qredits 2014; blauw laat de outstanding zien, de oranje kolom is de verstrekking per boekjaar.

QREDITS

De missie van Qredits is: "het bevorderen en behouden van de economische zelfstandigheid en de sociale integratie van (startende) ondernemers in het midden- en kleinbedrijf, die geen toegang hebben tot diensten in het reguliere circuit. Met als resultaat een sterk, onafhankelijk en levensvatbaar ondernemerschap in Nederland." Qredits realiseert deze missie door middel van het aanbieden van e-learnings, persoonlijke coaching en zakelijke kredietverlening tot 150.000 euro aan (startende) ondernemers in Nederland. Qredits verstrekt kredieten aan ondernemers ongeacht leeftijd, afkomst of arbeidsverleden, op basis van een haalbaar ondernemingsplan en is dus toegankelijk voor iedereen. <https://qredits.nl/>

Qredits wordt gefinancierd door een syndicaat van vier banken (31 miljoen euro), de Bank Nederlandse Gemeenten (15 miljoen euro), het Ministerie van Economische Zaken (45 miljoen euro) en een syndicaat van negen verzekeraars (30 miljoen euro). Het European Investment Fund (EIF) verstrekt garanties. Om de grotere vraag naar kredieten te kunnen financieren heeft Qredits de komende jaren aanvullende financiering nodig. Een deel hiervan wordt ingevuld door aanvullende leningen van professionele beleggers. Een ander deel zou Qredits graag aantrekken vanuit het in 2014 geïntroduceerde Microfinanciering Nederland Fonds. Dit fonds is met name bedoeld voor particulieren en stichtingen. De door het fonds aan Qredits verstrekte obligatieleningen zullen uitsluitend worden ingezet voor het verstrekken van microkredieten. Qredits streeft in het fonds niet alleen naar een financieel rendement, maar met name naar een aantrekkelijk en tastbaar sociaal rendement.

Qredits werkt met een speciaal ontworpen methode van screening en begeleiding van ondernemers. Deze screening en begeleiding vergroot de slagingskansen van ondernemers, en daarmee het sociaal rendement voor investeerders.

12 NIET-BANCAIRE KREDIETINSTELLING

In de eerder in dit rapport beschreven kloof tussen vraag en aanbod binnen het MKB-segment, met een kredietbehoefte tot 5 miljoen euro, ontstaan nieuwe initiatieven. Eén van de initiatieven op dit gebied is als niet-bancaire kredietinstelling geaccrediteerd door Agentschap NL voor de BMKB-regeling. Afhankelijk van de specifieke situatie wordt ingespeeld op de behoefte aan zowel senior leningen (naast de bank) als achtergestelde leningen. De volgende aspecten zijn van belang voor het succesvol kunnen toetreden tot de markt voor kleinere MKB-kredieten (tot 2,5 miljoen euro):

- Het verkrijgen van voldoende kredietaanvragen van een hoog niveau (volledig en goed onderbouwd)
- Een hoge standaard voor aanlevering van data, zowel kwantitatief als kwalitatief (naadloze aansluiting van de kredietbeoordelings-, rente- en monitoringsmodellen)
- Goede selectie, beoordelings- en monitoring processen

De aanlevering van kredietaanvragen

verloopt via netwerken van business partners, bestaande uit accountantskantoren en MKB-adviseurs. Door middel van voorselectie door het partnernetwerk op basis van vastgestelde criteria valt reeds een groot deel van de kredietaanvragen in de voorselectie af. Het kredietproces is vervolgens vergelijkbaar met het kredietproces bij banken en bestaat naast een kwalitatieve en kwantitatieve analyse onder meer uit een bedrijfsbezoek.

De beoordeling van de kredietaanvraag richt zich in alle gevallen op de onderneming, de ondernemer en de capaciteit om voldoende cashflow te genereren, waardoor ook in een base case scenario de lening conform het vooraf vastgestelde aflossingsschema kan worden terugbetaald. Daar waar nodig zullen zekerheden worden verlangd om het risico te beperken. Nadat de lening is verstrekt vindt monitoring plaats op kwartaalbasis. Mocht gedurende de looptijd van de lening de financiële convenanten worden geschonden, dan zal de lening – afhankelijk van de ernst van de schendingen

- in bijzonder beheer komen.

De huidige marktomvang voor niet-bancaire leningen in het segment 250.000 euro tot 2,5 miljoen euro wordt geschat op ca. 0,5 tot 1 miljard euro per jaar.⁵⁸ De sub-assetclass niet-bancaire MKB-leningen tussen 250.000 euro en 2,5 miljoen euro met een looptijd van 3 tot 7 jaar is in Nederland nog nauwelijks van de grond gekomen. Het beschikbaar komen van funding door institutionele investeerders is van belang om deze sub-assetclass tot bloei te laten komen.

Bij de kredietbeoordeling worden onder andere de volgende criteria meegenomen:

- De onderneming bestaat 2 jaar of langer en is operationeel winstgevend
- Omzet van minimaal 1 miljoen euro en minstens 5 medewerkers
- Minimaal 50 procent van het operationele resultaat wordt gerealiseerd in Nederland
- Risicoprofiel: minimale implied rating Ba2 (Moody's, vergelijkbaar met S&P: BB) en maximale probability of default (PD) van 5%.
- Bankrelatie kan worden gecontinueerd

NEOS Business Finance

Als nieuwe kredietverstrekker in Nederland begeeft NEOS Business Finance zich in het segment van financieringen van 250.000 euro tot 2,5 miljoen euro en richt zich hierbij primair op de aanvullende kredietbehoefte bij het gezonde Nederlandse MKB, dat gedegen en goed onderbouwde groeiplannen kan laten zien. <http://www.neos.nu/> Afhankelijk van de specifieke situatie kan NEOS zowel senior leningen (naast de bank) als achtergestelde leningen verstrekken. NEOS heeft hierover intensief overleg gevoerd met de banken en de gemaakte afspraken vastgelegd in een concept raamwerk 'Intercreditor agreement'.

NEOS Business Finance maakt gebruik van een netwerk van business partners, bestaande uit accountantskantoren, MKB-adviseurs, intermediairs en an-

dere financiële dienstverleners.

Er wordt belegd in een gespreide portefeuille van Nederlandse MKB kredieten die aangeleverd worden door het netwerk van business partners, eventueel in combinatie met een bank. De spreiding van de leningenportefeuille betreft zowel spreiding naar sectoren als naar type leningen, looptijden en risicoprofiel van de leningnemers.

De leningenportefeuille is juridisch ondergebracht bij een bankruptcy remote SPV en het leningenboek wordt geadministreerd door een ISAE 3402 Type II gecertificeerde financiële dienstverlener. NEOS is aangemeld bij de Autoriteit Financiële Markten als feitelijk beheerder en niet onder toezicht staand beleggingsfonds.

De door NEOS Business Finance gehanteerde prijsmethodiek bestaat uit objectief vast te stellen en marktconforme prijscomponenten en resulteert hierdoor in een transparante opbouw van de gevraagde rente. NEOS maakt hierbij gebruik van Moody's RiskCalcPlus om de implied rating van de onderneming en van de specifieke lening alsmede de bijbehorende rentevergoeding vast te stellen. Op basis van deze methodiek worden rentepercentages gehanteerd vanaf ca. 8% voor lagere kredietrisico's tot ca. 13% voor de wat hogere risico's en achtergestelde leningen.

Op basis van de genoemde rentevergoedingen ligt het verwachte bruto beleggingsrendement op 10,5% en resulteert een verwacht netto rendement van 7,0% na aftrek van jaarlijkse afboekingen van 2,0% (PD 2,8% en LGD 70%) en kosten voor NEOS van 1,5%.

⁵⁸ Deze marktomvang is door NEOS Business Finance samen met haar netwerkpartners getoetst.

VIII *Beleggingskansen in private equity en beursgenoteerde aandelen*

LEDEN WERKGROEP⁵⁹

Zaina Ahmed-Karim (EY)

Frederick van Beuningen (Teslin)

Sven Smeets (Altis Investment Management)

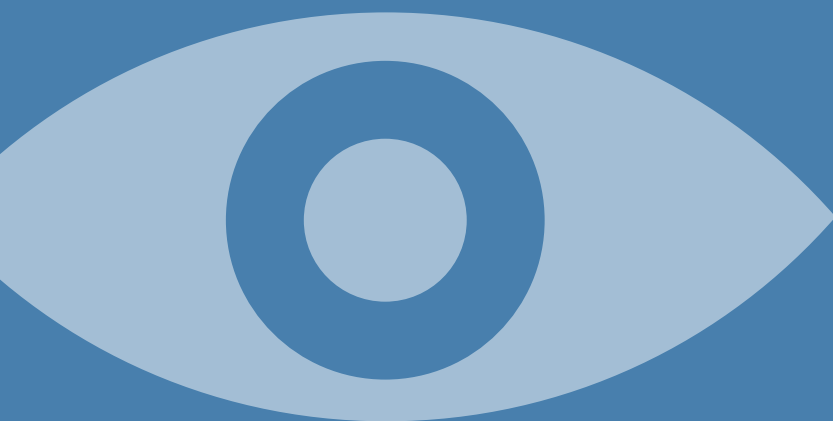
Felix Zwart (Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen)

Ad van den Ouweland (MKB Multifunds)

Tjarda Molenaar (Voorzitter, Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen)

LEESWIJZER

Beleggen in het eigen vermogen van MKB bedrijven is mogelijk door beleggingen in niet-beursgenoteerde aandelen (private equity en venture capital) en door beleggingen in beursgenoteerde aandelen, te weten small cap aandelen. Het segment van private equity is bij uitstek geschikt om duurzaam ondernemen te bevorderen, terwijl een dergelijk bijdrage voor small cap beleggingen in de praktijk onvoldoende aantoonbaar is.



⁵⁹ Dit deelrapport is op persoonlijke titel geschreven door medewerkers van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) en door medewerkers van beleggingsinstellingen die o.a. in small caps beleggen.

HOOFDSTUK 1

Managementsamenvatting

Per hoofdstuk worden de volgende onderwerpen behandeld:

Hoofdstuk 2: Een beknopte geschiedenis van het beleggen in private equity en venture capital. Een omschrijving van de volwassenheid van de Nederlandse markt en het feit dat het overgrote deel van de investeringen plaatsvindt in het MKB. Een onderbouwing met attractieve financiële rendementscijfers en onderzoeksresultaten die aantonen dat de private equity markt een positieve bijdrage levert aan bedrijven, concurrentiekracht en economische groei. Het actief aandeelhoudersmodel van private equity het duurzaam ondernemen bevordert. Het een gereguleerde sector is en dat de groeiomgankelijkheden in het MKB niet onbeperkt zijn.

Hoofdstuk 3: De feitelijke constatering dat in beursgenoteerde MKB bedrijven thans op een zeer beperkte schaal wordt belegd. Het risico/rendementsprofiel van Nederlandse small cap aandelen gemiddeld genomen beter is dan de AEX en AMX maar dat er te weinig data zijn om te kunnen onderbouwen of dit ook voor beursgenoteerde MKB bedrijven geldt. De overwegingen om al dan niet in small caps te beleggen, en dat de bijdrage aan duurzaam ondernemen onvoldoende duidelijk is.

Beleggen in private equity en venture capital

- Private equity en venture capital bestaan in Nederland al decennia lang. Nederland heeft een goed ontwikkelde markt met vele gerenommeerde partijen.
- Meer dan 85% van de investeringen spelen zich af in het MKB segment.
- Private equity en venture capital worden gekenmerkt door betrokken en actief aandeelhouderschap, dat met een combinatie van kapitaal en kennis bedrijven door een fase van start, groei, verzelfstandiging van onderdelen en/of bedrijfsopvolging heen helpt.
- Financiële rendementen voor beleggers zijn in de afgelopen decennia over het algemeen uitstekend o.a. doordat alleen in de meest belovende ondernemingen wordt geïnvesteerd.
- Daarnaast blijken bedrijven gesteund door private equity en venture capital vaak sneller te groeien wat betreft omzet, werkgelegenheid en winst, zijn ze vaak innovatiever en vertonen ze

een grotere productiviteitsgroei dan andere bedrijven.

- Het betrokken en actieve aandeelhoudersmodel is bij uitstek geschikt om duurzaam (ESG) ondernemen te bevorderen.
- Private equity is een gereguleerde sector.
- De private equity en venture capital markt kan in het MKB-segment groeien als onbekendheid en misverstanden bij ondernemers verder worden weggenomen en (voor delen van de venture capital markt) als meer kapitaal beschikbaar zou zijn. Maar de groeiomgankelijkheden zijn beperkt, omdat alleen in de beste bedrijven per sector wordt geïnvesteerd. Als men het private equity model zou willen toepassen op een veel grotere groep MKB bedrijven dan zou er sprake zijn van een ander risico-rendementsprofiel, met financieringsvormen tussen eigen en vreemd vermogen in.

Beleggen in beursgenoteerde MKB bedrijven

- Op zeer beperkte schaal kan via de beurs belegd worden in MKB bedrijven. Slechts 14 beursgenoteerde bedrijven voldoen aan de MKB-criteria.
- Daarom gaan we uit van de bedrijven die deel uitmaken van de Amsterdam Small Cap Index (AScX) en van voorbeelden van fondsen die zich op een selectie van small caps richten.
- De AScX index heeft in de periode 2005-2013 gemiddeld beter gerendeerd dan de AEX index en de zogenoemde small cap fondsen rendeerden gemiddeld vaak ook beter en waren minder volatiel zijn dan de AEX en AMX index. Er zijn onvoldoende data om te onderbouwen of deze lijn mag worden doorgetrokken naar de groep beursgenoteerde MKB bedrijven.
- Het Nederlandse universum is te klein om te bepalen in welke mate beleggingen in beursgenoteerde MKB bedrijven bijdragen aan doelen op het gebied van duurzaam beleggen.

Hoofdstuk 2

Beleggen in private equity en venture capital

1 BEKNOPTE GESCHIEDENIS VANAF DE JAREN '70

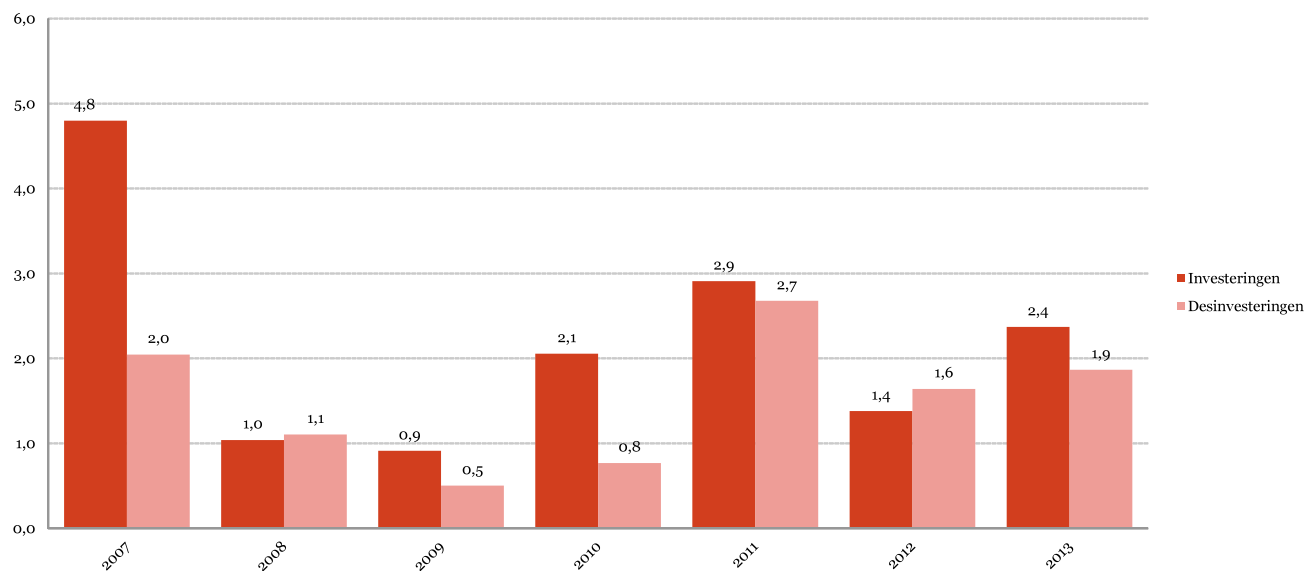
Private equity ontstaat in Nederland eind jaren '70 als banken hun eigen participatiemaatschappijen oprichten. Daarvoor zijn er wel enkele maatschappijen actief, bijvoorbeeld NPM Capital, maar betreft het voornamelijk kleine initiatieven van particulieren en families. De Nederlandse private equity markt krijgt een impuls als in 1981 de Garantierегeling Particuliere Participatiemaatschappijen (PPM-

regeling) wordt ingevoerd. Dit was een garantierегeling van de overheid waarvan participatiemaatschappijen en banken die aandelenbelangen namen, gebruik konden maken.

In navolging van ontwikkelingen in de Verenigde Staten groeit de Nederlandse private equity markt sterk in de jaren '80, '90 en 2000, deels door een trend van heroriëntering op diver-

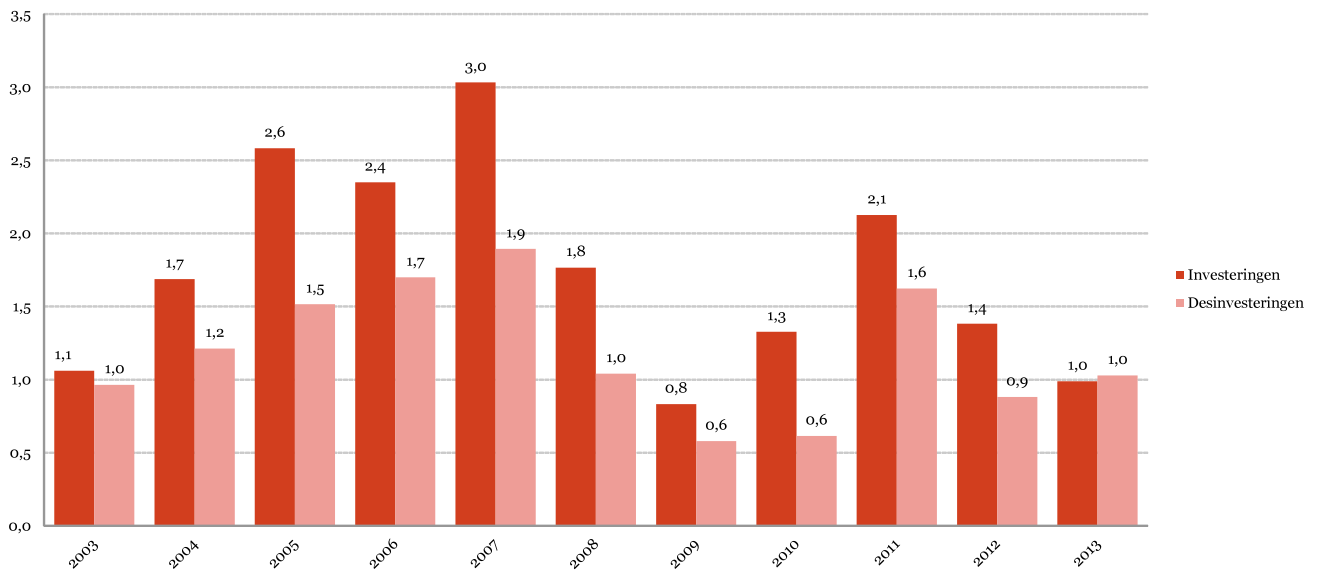
sificatie in het bedrijfsleven. Hierdoor worden veel bedrijfsonderdelen verzelfstandigd en private equity helpt deze bedrijven door de transitie heen. Rond de eeuwwisseling wordt ook het venture capital-segment – investeringen in jonge snelgroeiende bedrijven – prominenter in de Nederlandse markt.

In onderstaande figuren worden de private equity investeringen in Nederlandse ondernemingen (door binnen- en buitenlandse partijen) in Figuur 1, en de private equity investeringen door Nederlandse participatiemaatschappijen (in binnen- en buitenland) in Figuur 2 weergegeven.



Figuur 1: Investeringen en desinvesteringen in Nederlandse ondernemingen in miljard euro (2007-2013). ⁶⁰

⁶⁰ NVP (2014): "Ondernemend Vermogen; de Nederlandse Private Equity en Venture Capital markt in 2013".



Figuur 2: Investerings en desinvesteringen door Nederlandse participatiemaatschappijen in miljard euro (1992-2013).⁶¹

Inmiddels is de Nederlandse private equity en venture capital markt volwassen. Er zijn onafhankelijke maatschappijen, die steeds opnieuw fondsen werven bij institutionele beleggers of families en business angels, maar ook participatiemaatschappijen die onderdeel zijn van een bank of verzekeringsmaatschappij, regionale ontwikkelingsmaatschappijen, etc...

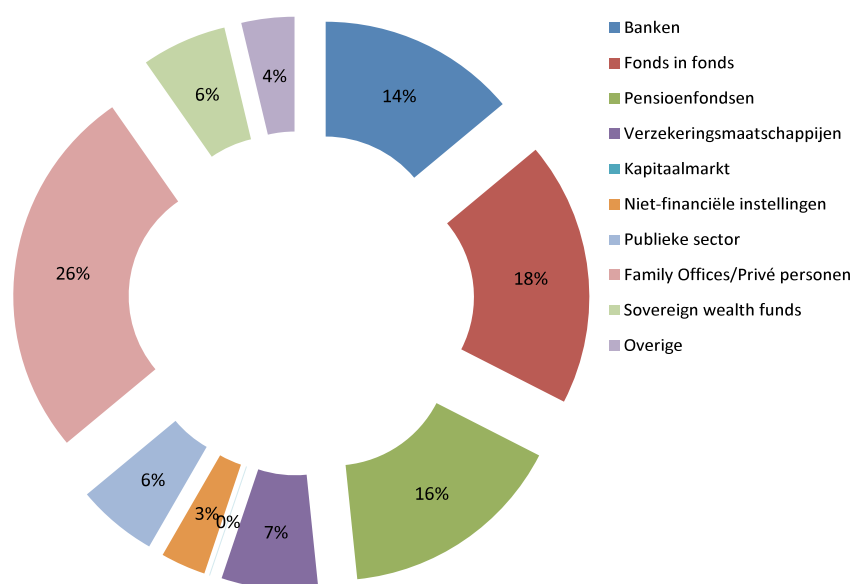
beschikbaarheid. Bij venture capital investeringen wordt niet of nauwelijks vreemd vermogen ingezet. Bij private equity investeringen kan het gebruik van vreemd vermogen zeer verschillen per situatie. Maar heel grofweg kan men stellen dat, waar vroeger de verhouding eigen vermogen/vreemd vermogen vaak 40/60 was, we nu eerder zien dat dit 50/50

of 60/40 is. Dit is sterk afhankelijk van het marktsegment. Aan de bovenkant van de markt is de beschikbaarheid van vreemd vermogen veel beter en de prijs veel lager dan in het MKB. Overnames worden soms ook deels gefinancierd buiten de banken om met behulp van deze fondsen. Op bescheiden schaal is dit ook steeds meer te zien op de MKB-markt.

De laatste jaren neemt de omvang van de bij pensioenfondsen en institutionele beleggers geworven fondsen af ten gunste van family offices en privé personen, vooral waar het participatiemaatschappijen betreft die zich richten op het MKB en op starters en snelle groeiers. Hun aandeel in de fondsenwerving van participatiemaatschappijen is van 5% in 2007 naar meer dan 30% in sommige recente jaren. Daarnaast zijn informele investoren overigens geregeld co-investeerder bij een investering door een private equity fonds. Tenslotte hebben een aantal family offices hun eigen participatiemaatschappijen opgezet.

Het gebruik van vreemd vermogen bij private equity en venture capital investeringen is afhankelijk van het type investering en van de prijs en

Gemiddelde herkomst geworven fondsen 2009-2013 (Totaal 6,3 miljard euro, in procenten)



Figuur 3: Omvang en herkomst verworven private equity en venture capital fondsen door Nederlandse participatiemaatschappijen (2007-2012) – i.e. uitgesplitst naar type belegger (2007-2012).⁶²

⁶¹ ⁶² NVP (2013): verschillende NVP-bronnen.

2 NEDERLAND HEEFT EEN VOLWASSEN PRIVATE EQUITY EN VENTURE CAPITAL MARKT

Het universum aan Nederlandse private equity en venture capital fondsmanagers bestaat momenteel uit ruim 100 firma's. Een verdere segmentering van deze meer dan 100 Nederlandse managers laat zien dat zij variëren van klein en lokaal tot internationaal, van venture capital, groei kapitaal tot buyouts, en van gespecialiseerd in één sector tot breder opererend. Onderverdeeld naar fondsstijlen maakt het groei- en middensegment (MKB) bijna de helft van het totaal uit.

De Nederlandse private equity sector heeft een brancheorganisatie, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, NVP. De NVP heeft ongeveer 70 leden (participatiemaatschappijen) en 85 geassocieerde leden, bijvoorbeeld accountants en juristen. De NVP behartigt de belangen van de sector bij de overheid (Ministerie van Financiën, Ministerie

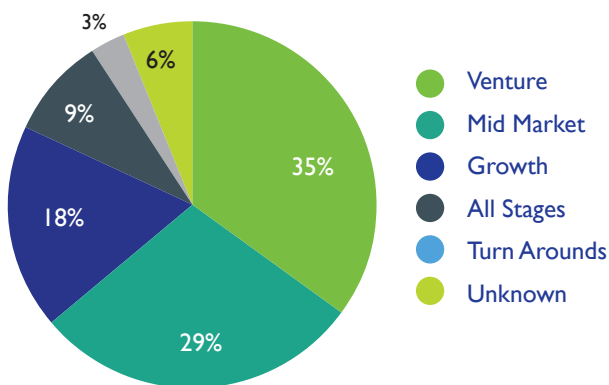
van Economische Zaken, Ministerie van SZW, provincies, etc.), politiek (Tweede/Eerste Kamer, Europees Parlement) en toezichhouders (AFM, DNB) en heeft op gezette tijden contact met (institutionele) beleggers via bijvoorbeeld seminars en rondetafelbijeenkomsten. Ook doet zij marktonderzoek in samenwerking met andere Europese brancheorganisaties. Tenslotte heeft de NVP een uitgebreid opleidingsprogramma om vak kennis en professional standards te verspreiden.

Een lijst met profielen van participatiemaatschappijen is te vinden op www.nvp.nl onder "Ik zoek een Participatiemaatschappij" of op www.evca.eu onder Members Search. Tevens vervullen Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROMs), family offices, en aan het MKB gerelateerde private equity fund-of-funds initiatieven als het Dutch Venture Initiative

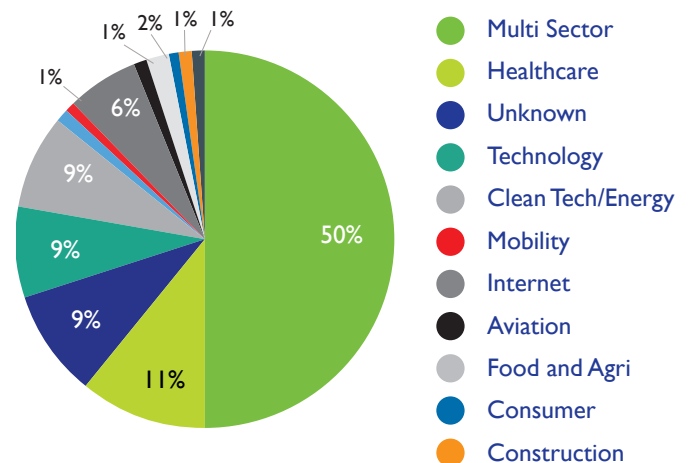
(www.eif.org), MKB Multifunds (www.mkbmultifunds.nl), Topfonds Gelderland (www.gelderland.nl) en Innovatiefonds Brabant (www.brabant.nl) een belangrijke rol van betekenis bij het verstrekken van risicodragend vermogen aan het MKB.

Een lijst met profielen van participatiemaatschappijen is zijn te vinden op www.nvp.nl onder "Ik zoek een Participatiemaatschappij" of op www.evca.eu onder Members Search. Tevens vervullen de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROMs) en aan het MKB gerelateerde private equity fund-of-funds initiatieven een belangrijke rol van betekenis bij het verstrekken van risicodragend vermogen aan het MKB.

Private equity managers - stijl



Private equity managers - sector



Figuur 4: Overzicht private equity fondsmanagers (% verdeling op basis van aantallen).⁶³

⁶³ MKB Multifunds database, 2013.

3 MEER DAN 85% VAN DE INVESTERINGEN VINDT PLAATS IN HET MKB

In tegenstelling tot wat vaak wordt gedacht is private equity in Nederland vooral actief in het MKB-segment. Zo bedragen meer dan 85% van het aantal investeringen minder dan 5 miljoen euro in eigen vermogen.

De investering kan betrekking hebben op allerlei verschillende levensfasen van een bedrijf. Private equity faciliteert bijna altijd verandering, waarvoor tijdelijk extern eigen vermogen nodig is. Of het nu een start of doorstart is, een groeispurt, een verzelfstandiging van een bedrijfsonderdeel of bedrijfsopvolging.

Industry approach	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
0-1 mil EUR	212	146	216	218	214	232	246
1-5 mil EUR	88	101	89	79	90	85	97
5-10 mil EUR	28	30	18	17	22	24	17
10-25 mil EUR	34	25	8	14	23	19	15
25-50 mil EUR	15	12	5	9	12	8	4
50-100 mil EUR	8	4	2	2	6	2	1
>100 mil EUR	4	1	0	2	3	1	1
Totaal	364	295	320	325	359	348	352

Noot: Het totaal zoals opgenomen komt niet overeen met de som van de afzonderlijke getallen. Dit komt doordat er soms in één bedrijf meerdere investeringen zijn gedaan en dat het bedrijf zich ten tijde van de investeringen in verschillende investeringsfasen bevond.

Tabel 1: Omvang investeringen door Nederlandse private equity en venture capital partijen in bedrijven (aantallen).⁶⁴

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Seed	47	30	4	2	16	6	11
Start-up	136	95	137	135	132	124	145
Later Stage Venture	70	47	68	53	44	61	54
Growth	14	33	55	58	92	78	73
Rescue/ Turnaround	7	8	16	15	15	12	13
Replacement Capital	6	19	21	29	11	13	14
Buyout	90	68	22	37	51	61	48
Total Investment	364	295	320	325	359	348	352

Tabel 2: Investerings in Nederlandse bedrijven per levensfase (aantallen).⁶⁵

Seed: Financiering voor onderzoek, bepaling en ontwikkeling van het initiële concept voordat de start-upfase wordt bereikt.

Start-up: Financiering voor productontwikkeling en initiële marketingactiviteiten van beginnende ondernemingen.

Later Stage Venture: Financiering na de commercialisering van het product. De ondernemingen in de eerste groeifase hebben in de regel een product ontwikkeld dat commercieel levensvatbaar is en op de markt geïntroduceerd. Ze genereren wel omzet maar veelal nog geen winst.

Growth Capital: 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.

Rescue/Turnaround: 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.

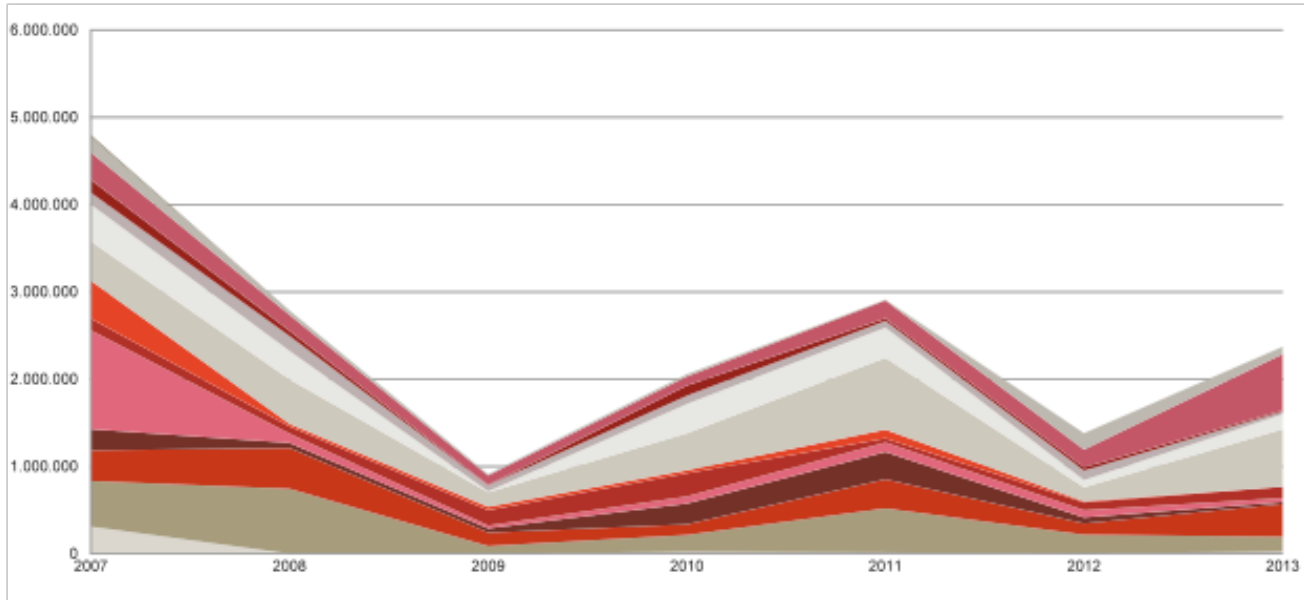
Replacement Capital: Wanneer een investeerder de aandelen van een andere aandeelhouder overneemt. In dit geval ontvangt de onderneming geen extra kapitaal.

Buyout: Financiering van overnames waarbij een deel van de van de aandelen wordt gekocht door het zittende management (management buyout, MBO) of door nieuw management (buy-in, MBI).

⁶⁴ NVP (2014): "Ondernemend Vermogen; de Nederlandse Private Equity en Venture Capital markt in 2013".

⁶⁵ NVP (2014): "Ondernemend Vermogen; de Nederlandse Private Equity en Venture Capital markt in 2013".

Private equity en venture capital investeringen vinden plaats in vrijwel alle sectoren van de economie. De bedragen per sector kunnen nogal verschillen per jaar doordat enkele grote investeringen de cijfers kunnen beïnvloeden.



Figuur 5: Investeringsbedragen per sector in Nederlandse bedrijven ('000 euro).⁶⁶

De Nederlandse private equity en venture capital industrie richt zich typisch op de zogenoemde middenmarkt⁶⁷. De internationale definitie van de middenmarkt in private equity omvat bedrijven met \$50 tot \$500 miljoen omzet per jaar. Zoals gezegd betreft meer dan 85% van de activiteit van Nederlandse participatiemaatschappijen (equity) investeringen van minder dan 5 miljoen euro. Dit betreft de onderkant van wat internationaal de middenmarkt wordt genoemd: vaak MK-bedrijven en starters. In Nederland zijn er ongeveer 80 partijen die zich richten op dit segment (inclusief partijen die hun investeringsperiode hebben afgesloten). Een tiental Nederlandse firma's richt zich op bedrijven in het midden van

de middenmarkt. Alhoewel zij ook internationaal georiënteerd zijn, doen zij een groot gedeelte van hun investeringen in Nederland of dichtbij huis (Benelux, Duitsland).

De bovenkant van middenmarkt (en uiteraard de categorie daarboven) wordt door buitenlandse private equity partijen bediend. Op dit moment zijn er een tiental buitenlandse private equity firma's met aanzienlijke investeringen in Nederland. Deze partijen richten zich niet specifiek op Nederland (of de Benelux).

Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROMs) zijn een aparte categorie. Hun doelstelling is vooral om de lokale economische infrastructuur te versterken. Daartoe investeren zij

een relatief laag bedrag maar nemen wel ongeveer de helft van het aantal investeringen in starters voor hun rekening.⁶⁸ Zij hebben meestal een lokale overheid als aandeelhouder. Sinds kort heeft een aantal provincies naast een ROM ook zogenoemde co-investeringsfondsen in oprichting, die samen met private partijen in topsectoren in hun eigen regio gaan investeren.

⁶⁶ NVP (2014): "Ondernemend Vermogen; de Nederlandse Private Equity en Venture Capitalmarkt in 2013".

⁶⁷ De bekendste en veruit grootste private equity partij van Nederland, Alpinvest, doet voornamelijk beleggingen in private equity fondsen en wordt daarom buiten beschouwing gelaten.

⁶⁸ 31 miljoen euro in 2012.

4 FINANCIËLE RENDEMENTEN OVER HET ALGEMEEN ATTRACTIEF

Rendementsdata Nederlandse MKB-fondsmanagers

Het verkrijgen van inzicht in de performance van fondsmanagers is geen eenvoudige exercitie, omdat de rendementscijfers niet publiekelijk beschikbaar zijn. Historisch gezien zijn er over een periode van meer dan twee decennia gegevens van ruim 130 Nederlandse private equity en venture capital fondsen op hoofdlijnen beschikbaar.

Zoals eerder aangegeven in het deelrapport "Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen" is er een beperkt inzicht in de rendementscijfers van op het Nederlandse MKB gerichte private equity fondsen.

De Thomson Reuters VentureXpert database levert sinds inceptie voor het rendement van 44 Nederlandse private equity fondsen een gemiddelde IRR rendementscijfer van 11,6% en een pooled average IRR van 9,5%.⁶⁹

Voor een groep van circa 25 Nederlandse private equity fondsen (locatie Nederland) zijn uit de Preqin database de individuele performance data (netto multiple on investments en netto IRRs) beschikbaar. Het omvat de rendementsgegevens van fondsen van de jaargangen (vintage years) 1992-2013 met een diversificatie over beleggingsstijlen (venture, buy outs, distressed debt, mezzanine en turnarounds). Van deze circa 25 fondsen is het van belang om op te merken, dat er meerdere private equity firma's

zijn die over de jaren heen een serie van private equity fondsen hebben geïntroduceerd. Teruggebracht naar individuele Nederlandse firma's komt men uit op zo'n 10 partijen die in de afgelopen ruim 20 jaar het Nederlandse private equity en venture capital landschap hebben gedomineerd.

Indien er een verdere filtering naar het MKB-segment wordt gemaakt, resteert een lijst van historische

rendementsdata voor 20 individuele Nederlandse private equity fondsen (6 venture capital en 14 middenmarkt fondsen). Als aanname voor het MKB-segment is per fonds een limiet van maximaal \$750 miljoen aan gecumuleerd vermogen gehanteerd. Over de jaargangen 1992-2011 zijn per maart 2014 navolgende netto rendementscijfers beschikbaar. De fondsnamen zijn op anonieme basis weergegeven.

	Vintage	Netto Multiple (X)	Netto IRR (% gem. op jaarbasis)
Fonds A	1992	1,71	11,0
Fonds B	1996	2,21	22,0
Fonds C	1997	1,10	3,0
Fonds D	1999	0,43	-8,5
Fonds E	2000	2,54	26,7
Fonds F	2000	2,02	29,0
Fonds G	2001	1,93	20,5
Fonds H	2002	2,36	n/a
Fonds I	2003	2,60	56,0
Fonds J	2004	3,42	40,3
Fonds K	2006	2,40	29,0
Fonds L	2006	2,54	18,0
Fonds M	2006	1,59	26,0
Fonds N	2007	2,00	n/a
Fonds O	2007	1,15	4,4
Fonds P	2007	0,90	-4,4
Fonds Q	2008	1,00	n/a
Fonds R	2009	0,81	-10,5
Fonds S	2011	0,90	n/a
Fonds T	2011	1,11	8,6

Tabel 3: Rendementscijfers van Nederlandse fondsmanagers (Preqin, 2014).⁷⁰

Vintage: jaar waarin een private equity fonds de eerste instroom van kapitaal van investeerders ontvangt en van start gaat met het aangaan van investeringen.

Netto Multiple: het bedrag aan cumulatieve uitkeringen plus de ongerealiseerde waarde gedeeld door het geïnvesteerde kapitaal. Een private equity investering is aantrekkelijker als de netto multiple hoog is.

Netto IRR: staat voor netto internal rate of return (netto opbrengstvoet), meestal uitgedrukt als percentage, en geeft het netto rendement van de investering weer. Het is de opbrengstvoet (ook disconteringsvoet genoemd) waarbij de netto contante waarde van het geheel van uitgaven en ontvangsten nul is. Een private equity investering is aantrekkelijk als de netto IRR hoog is.

⁶⁹ Thomson Reuters VentureXpert database, rapportagedatum 30 september 2013, Professor Roosenboom, Erasmus Universiteit Rotterdam.

⁷⁰ Preqin database, maart 2014.

Het aantal rendementswaarnemingen in het Nederlandse MKB-segment is relatief beperkt van aard

Het betreft hier niet enkel en alleen een exposure naar Nederlandse ondernemingen aangezien er meerdere Nederlandse private equity huizen zijn die ook buiten de landsgrenzen beleggen. In voorkomende gevallen zijn de behaalde rendementen op de buitenlandse beleggingen in bovenstaande rendementscijfers 'verweven'.

Meerdere fondsmanagers zijn over de jaren heen steeds grotere fondsen gaan beheren (omvang > 500 miljoen euro). Deze zijn dan niet langer in de rendementsoverzichten van het MKB-segment opgenomen.

De data voor diverse Nederlandse private equity MKB-managers zijn niet beschikbaar. Er zijn fondsmanagers die (bewust) geen rendementscijfers ter beschikking stellen aan een andere partij dan beleggers in hun eigen fonds.

Rendementsvergelijking Europese MKB-fondsmanagers

Een vergelijking van de 20 Nederlandse MKB-fondsbeheerders met fondsmanagers met een locatie in Duitsland met eveneens een maximum van \$750 miljoen aan vermogen onder beheer in een individueel private equity fonds, levert een uitbreiding van het universum op van meer dan 50 fondsnamen.⁷¹

Een vergelijking met de benchmarkrendementscijfers toont aan dat de Nederlandse fondsmanagers over de afgelopen 10 jaar steeds beter zijn gaan performen en binnen continentaal Europa in het middenmarkt segment tot de beter presterende

fondsen zijn gaan behoren. Vergeleken met de Europese benchmark IRR data van venture capital en middenmarkt buy out fondsen wordt er vanaf 2000 door de Nederlandse private equity fondsen die zich richten op het middenmarkt segment een substantiële outperformance behaald. Bovendien bevinden zich de meeste van deze middenmarkt fondsen in het 1^e kwartiel in termen van performance kwartielrangschikking.⁷²

	Vintage	Netto IRR (% gem. op jaarbasis)	Benchmark IRR (%)	Kwartielrangschikking
Fonds A	1992	11,0	22,4	3e
Fonds B	1996	22,0	15,4	1e
Fonds C	1997	3,0	10,4	3e
Fonds D	1999	-8,5	9,0	4e
Fonds E	2000	26,7	24,3	2e
Fonds F	2000	29,0	24,3	2e
Fonds G	2001	20,5	5,6	1e
Fonds H	2002	n/a	12,7	1e
Fonds I	2003	56,0	22,5	1e
Fonds J	2004	40,3	22,4	1e
Fonds K	2006	29,0	6,9	1e
Fonds L	2006	18,0	6,9	1e
Fonds M	2006	26,0	6,9	1e
Fonds N	2007	n/a	8,9	1e
Fonds O	2007	4,4	-4,1	2e
Fonds P	2007	-4,4	-4,1	3e
Fonds Q	2008	n/a	13,4	2e
Fonds R	2009	-10,5	11,5	4e
Fonds S	2011	n/a	11,5	3e
Fonds T	2011	8,6	11,0	3e

Tabel 4: Rentabiliteit vergeleken met West Europese MKB-fondsmanagers.⁷³

⁷¹ Voor België zijn geen rendementsdata van fondsmanagers beschikbaar. Indien de managers gevestigd in de landen Denemarken, Finland en Zweden worden toegevoegd, ontstaat er - inclusief de 20 Nederlandse MKB-fondsmanagers - een database van 170 fondsnamen.

⁷² Voor vintage 2011 fondsen is het nog te vroeg om zinvolle rendementsuitspraken te doen.

⁷³ Preqin database, maart 2014.

5 ONDERZOEKSRISULTATEN TONEN AAN DAT PRIVATE EQUITY EEN BELANGRIJKE POSITIEVE INVLOED HEEFT OP ONDERNEMINGEN EN OP ONZE CONCURRENTIEKRACHT EN ECONOMISCHE GROEI ⁷⁴

De economische impact van private equity ondersteunt de strategische doelen van het Europese groeiplan, Europe 2020, als volgt:

Private equity trekt nieuwe investeringsfondsen naar Europa. Hierdoor is er meer beschikbaar kapitaal voor ondernemingen, kapitaal waar grote vraag naar is. In de 12 grootste private equity markten in Europa, investeerde private equity bijna 250 miljard euro in meer dan 19.400 bedrijven in de periode van 2007 tot 2012. Hiervan is ongeveer 50 miljard euro afkomstig van buiten Europa.

Ondernemingen met een private equity investering zijn innovatiever dan ondernemingen zonder een private equity investering. De patenten die tussen 2006 en 2011 zijn toegeschreven aan bedrijven met een private equity investering zijn gezamenlijk zo'n 350 miljard euro waard. Private equity deelname in een onderneming vermeerderd het aantal patent vermeldingen met 25%. Met een toename van het aantal vermeldingen, dat de economische waarde vermeerderd, wordt gesuggereerd dat middelen effectiever gebruikt worden om tot

een groter rendement te komen. In sommige sectoren financiert private equity tot negen keer effectiever dan andere vormen van financiering.

Private equity verhoogt de productiviteit door het verbeteren van het management, operationele bekwaamheid en productieprocessen. Grotere ondernemingen met een private equity investering verbeteren hun productiviteit met 6,9% gemeten over een periode van zes jaar (gebaseerd op EBITDA per werknemer).

Venture capital investeringen leiden tot het ontstaan van 2.800 nieuwe bedrijven verspreid over Europa elk jaar. Als bij-effect hiervan – mede door het delen van kennis, netwerken en het fungeren als rolmodel – worden jaarlijks nog eens ongeveer 2.800 aspirant ondernemers aangezet tot het starten van een onderneming.

Overige resultaten uit het onderzoek zijn onder andere:

Private equity creëert sterke, veerkrachtige ondernemingen. Deze bedrijven zijn minstens zo veerkrachtig als bedrijven met andere eigendomsstructuren en dezelfde kenmerken.

Sommige onderzoeken geven aan dat ondernemingen met een private equity investering tot 50% minder kans hebben op een faillissement dan andere, vergelijkbare ondernemingen zonder een private equity investering.

Bedrijven met een private equity investering richten zich meer op internationalisering. Hoewel beperkt in omvang, er is bewijs dat private equity een mogelijk aanzienlijke rol heeft in de ondersteuning van bedrijven bij de uitrol van buitenlandse activiteiten. Dit gebeurt door middel van het bieden van strategische en operationele begeleiding voor portefeuillebedrijven bij het toetreden tot buitenlandse markten en de financiering hiervan.

Private equity investeert in een breed scala van bedrijven, waarvan 83% kleine tot middelgrote bedrijven – de motor van economische groei. Drie van de vijf sectoren waar private equity het meest in investeert – te weten zakelijke en industriële producten, life sciences en communicatie – zijn kapitaalintensief en ontvangen over het algemeen aanzienlijke investeringen in fysiek kapitaal, zoals infrastructuur, apparatuur, gebouwen en computers.

⁷⁴ Frontier Economics (2013): "Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe".

6 HET BETROKKEN EN ACTIEVE AANDEELHOUDERSMODEL IS BIJ UITSTEK GESCHIKT OM DUURZAAM ONDERNEMEN TE BEVORDEREN

De private equity sector heeft alles in huis om invulling te geven aan duurzaam investeren. Duurzaamheid kan een belangrijke bijdrage leveren aan het succes van ondernemingen en is alleen al daarom van belang voor participatiemaatschappijen om de waarde van hun portefeuille te optimaliseren. Waar ondernemingen op dit vlak verbetercapaciteit hebben, is private equity bij uitstek geschikt om deze kansen te benutten en te gelijktijd een positieve maatschappelijke bijdrage te leveren, niet alleen aan profijt, maar ook aan people en planet. Het gehele investeringsproces – van selectie tot exit – biedt mogelijkheden voor duurzaamheid.

De NVP heeft een praktische handleiding gemaakt, waarin met een aantal voorbeelden uiteen gezet wordt welke kansen duurzaamheid biedt, vooral op het gebied van risicomanagement en waarde creatie.⁷⁵

ESG staat voor het zoeken naar een evenwicht tussen financieel economische resultaten, transparantie, sociale belangen en het milieu zonder de balans er tussen te verliezen. In tegenstelling tot wat algemeen aangenomen wordt, blijkt dat die

balans leidt tot betere resultaten voor zowel het bedrijf als de samenleving. Er is een brede consensus dat ESG-doelstellingen uiteindelijk een meerwaarde creëren voor portefeuillebedrijven, zowel vanuit risicobeperking als waard creatie.⁷⁶

Organisatie en beleid

Grotere private equity huizen hebben soms gespecialiseerde ESG-officers in dienst, anderen zien het als een verantwoordelijkheid die alle partners samen dragen. Zij hebben over het algemeen een ESG-beleid en besteden bij het investeringsonderzoek en het beheer van hun portefeuilles aandacht aan ESG-factoren. Een aantal partijen onderschrijft de UN Principles for Responsible Investment (PRI). Zie <http://www.unpri.org/signatories/signatories/?country=Netherlands>.

Rapportages

De rapportage over ESG en Impact is vrijwel uitsluitend aan de fondsbeleggers en kan over het algemeen zo gedetailleerd zijn als de beleggers willen. Brancheorganisaties, zoals de NVP, EVCA, BVCA, hebben samen met beleggers en private equity huizen een internationale ESG-reporting standaard ontwikkeld, het zoge-

noemde ESG Disclosure Framework voor Private Equity. Het initiatief kwam van een groep van meer dan 40 institutionele beleggers (LP's) uit 11 landen, 20 brancheverenigingen - waaronder de NVP - en 10 vooraanstaande private equity fondsmangers (GP's). Het ESG Disclosure Framework is ontwikkeld om fondsbeheerders te helpen de behoefte aan ESG-informatie beter te begrijpen en te kunnen invullen. Daarnaast is het een hulpmiddel voor deze beheerders om op een gestandaardiseerde manier te kunnen rapporteren.⁷⁷

Het ESG Disclosure Framework is complementair aan de recent uitgebrachte International Private Equity Valuation and Reporting Guidelines en de ILPA Quarterly Reporting Standards en daarnaast goed verenigbaar met de aankomende UN PRI Reporting & Assessment Survey.

In totaal hebben 41 LP's uit 11 verschillende landen hun formele steun uitgesproken voor het ESG Disclosure Framework. In Nederland zijn dit: AlpInvest, APG Asset Management, Blue Sky Group, MN, PGGM, Robeco Private Equity, SPF Beheer en Syntrus Achmea.

⁷⁵ NVP brochure "Duurzaamheid in Private Equity: Waardecreatie door ESG".

⁷⁶ PwC onderzoek: "Responsible investment: creating value from environmental, social and governance issues", maart 2012.

⁷⁷ http://www.unpri.org/viewer/?file=wp-content/uploads/13161_ESG_Disclosure_Document_v6.pdf

7 OVERWEGINGEN OM AL OF NIET IN PRIVATE EQUITY EN VENTURE CAPITAL TE BELEGGEN

Rendement

Het belangrijkste motief om te investeren in private equity zijn de bovengemiddelde rendementen die behaald worden. Daarnaast is het vrijwel de enige methode om te investeren in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Private equity is daarmee een beleggingscategorie die veel minder afhankelijk is van schommelingen in algemene marktsentimenten dan andere beleggingscategorieën.

Illiquiditeit

Private equity is een illiquide beleggingscategorie. De looptijd van fondsen is in de regel rond de 10 jaar, waarbij rendement pas na een aantal jaren voor het eerst worden uitgekeerd. Voor de meeste institutionele partijen zoals pensioenfondsen hoeft dit geen probleem te zijn, omdat hun

verplichtingen bekend zijn over de zeer lange termijn. Er bestaat een secundaire markt waarin beleggers aandelen in lopende fondsen kunnen verkrijgen of vervreemden om zo tot een portefeuille te komen die het beste past bij hun korte- en langetermijnverplichtingen. Vooral de afgelopen jaren is deze secundaire markt sterk gegroeid.

Eisen aan de (organisatie van de) belegger

Bij het beleggen in private equity is de keuze voor een fondsmanager zeer bepalend voor het rendement. In de regel geldt dat de bovenste 25% van de populatie fondsmanagers meer dan 80% van het totale rendement van de beleggingscategorie bepalen. Bij venture capital is dat zelfs

10% van de managers. Daarom moet uitgebreid due diligence worden gedaan op het team, hun ervaring en track-record en hun plan. Daarnaast moeten de activiteiten en resultaten van de fondsen gedurende de looptijd regelmatig gevolgd worden. Dit stelt eisen aan de omvang en capaciteiten van de organisatie van de belegger.

Een probleem om te investeren in MKB-fondsen voor institutionele partijen zal de beperkte omvang van deze fondsen zijn. Vele "commitments" van enkele miljoenen euro zijn moeilijker en duurder om te beheren dan één van 100 miljoen euro. Kleinere beleggers kunnen om deze redenen kiezen om in private equity en venture capital te beleggen via funds-of-funds.

8 PRIVATE EQUITY IS EEN GEREGULEERDE SECTOR

De economische crisis vanaf 2007 leidde indirect tot regulering van de sector door middel van een Europese richtlijn, Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), die in 2012 is geïmplementeerd in de Wft. Vanaf juli 2013 hebben fondsmanagers een registratie en – vanaf een bepaalde omvang – een vergunning nodig om fondsen te werven en/of te beheren. Het Europese paspoort maakt het voor vergunninghouders gemakkelijker om buiten de Nederlandse grenzen fondsen te werven. Vooral middelgrote en kleine fondsen, waarvoor geen AIFMD-vergunningplicht is, zullen de komende jaren last ondervinden van deze richtlijn. Voor hen is een vrijwillige vergunning te kostbaar. Door het afschaffen of

aanscherpen van zogenaamde private placement regimes in Europa kunnen zij echter niet zonder meer fondsen blijven werven in andere landen. Daarnaast zijn andere reguleringen en richtlijnen van toezichthouders van invloed op de sector, met name ten aanzien van beleggers in private equity en venture capital. Bijvoorbeeld via de risicowegingen die via Solvency II/IORP/Bazel III op private equity gelegd wordt. Aangezien private equity daar in een restcategorie zit samen met andere alternatieve beleggingen komt daar een risicoweging uit die niet representatief is voor private equity zelf.

Het geïntensiverde toezicht van De Nederlandsche Bank op het risicobe-

heer van pensioenfondsen die innovatieve beleggingen beheren, heeft tot gevolg dat beleggingen beter beargumenteerd dienen te worden. Nu hoeft dat laatste geen slechte ontwikkeling te zijn, maar het kan er wel toe leiden dat kleinere pensioenfondsen met beperktere beleggingsteams ontmoedigd worden om rechtstreeks of via funds-in-funds in private equity te beleggen.

De fondsenwerving voor Europees venture capital is op dit moment problematisch, doordat institutionele partijen steeds minder in deze categorie beleggen, o.a. vanwege regulerings- en toezicht eisen en doordat bij kleinere fondsen alleen ruimte is voor kleine commitments. Op dit mo

ment vult het European Investment Fund (EIF) samen met het ministerie van Economische Zaken voor een gedeelte de kloof dat institutionele partijen achterlaten (Dutch Venture Initiative). Betere data over de financiële en niet-financiële rendementen van Europees venture capital en het besef dat venture capital nodig is om

economische groei en oplossingen voor maatschappelijke uitdagingen te bereiken, zouden ertoe moeten leiden dat institutionele partijen weer meer gaan beleggen in venture capital. Op het eerste gezicht is er voldoende kapitaal beschikbaar. Gemiddeld ziet een private equity investeerder per

jaar honderden investeringsvoorstellen voorbij komen waarbij het in 1-2% van de gevallen tot een daadwerkelijke investering komt. Per jaar wordt door participatiemaatschappijen in ongeveer 300-400 bedrijven geïnvesteerd, waarvan meer dan 85% MKB bedrijven zijn.

9 GROEIMOGELIJKHEDEN PRIVATE EQUITY IN MKB

Bedrijven waarin niet geïnvesteerd wordt voldoen blijkbaar niet aan criteria gesteld door participatiemaatschappijen of besluiten uit zichzelf niet met een participatiemaatschappij verder te gaan. Veel bedrijven die aangeven op zoek te zijn naar nieuw kapitaal blijken bijvoorbeeld vooral op zoek te zijn naar nieuw buffervermogen en veel meer minder naar het zogenaamde "smart money" dat private equity biedt.⁷⁸

Gezien de 1,3 miljoen MKB ondernemingen (inclusief ZZP-ers) die Nederland telt is het aannemelijk om te stellen dat er een latente behoefte aan private equity is in het Nederlandse MKB. Delen van het MKB en hun adviseurs zijn onvoldoende bekend met private equity. Verdere bewustwording zou de markt kunnen vergroten.

Ervaring leert dat ondernemers:

- Opzien tegen het delen van aandelenbezit en zeggenschap
- Soms geen reële verwachtingen hebben ten aanzien van de overnameprijs en/of het rendement dat de investeerder nodig heeft om zijn beleggers te compenseren voor het gelopen risico.

Investeerders selecteren vooral op:

- De kwaliteit van het management team
- De product-marktcombinatie
- De mogelijkheden om het bedrijf na een aantal jaren weer te verkopen.
- Een betere voorbereiding van de MKB-ondernemer op de verwachtingen die investeerders hebben, zou zijn kansen op het aantrekken van een nieuwe aandeelhouder verbeteren.

Toch zijn de mogelijkheden voor de private equity markt om langs deze weg te groeien beperkt. Uiteindelijk wordt alleen in de beste bedrijven per sector geïnvesteerd. Als men het private equity model zou willen toepassen op een veel grotere groep MKB bedrijven dan zou er sprake zijn van een ander risico-rendementsprofiel, met financieringsvormen tussen eigen en vreemd vermogen in. Maar data van de NVP laat ook zien dat Nederlandse institutionele beleggers relatief weinig in Nederlandse MKB-participatiemaatschappijen beleggen.

De weg naar de grote internationale partijen wordt wel gevonden, maar die naar partijen die de lokale markt

bedienen steeds minder. In deze zin is er dus wel potentieel voor groei.

Dit laat onverlet dat er een groeiend tekort aan "later stage" venture capital is, doordat institutionele beleggers zich uit dat segment terugtrekken: voor bedrijven die de startfase voorbij zijn en in de zogenaamde "valley of death" zitten. Overheid gerelateerde fondsen (bijv. Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen) investeren voornamelijk in een vroegere fase. Venture capitalists krijgen veel aanvragen om de volgende fase te financieren, maar merken dat beleggers liever in een fonds beleggen dat zich richt op een late levensfase.

Wat aandacht behoeft is de terugloop in het bedrag dat Nederlandse pensioenfondsen in 2013 hebben belegd in Nederlandse participatiemaatschappijen, terwijl daar goede rendementskansen liggen. De opeenstapeling van wet- en regelgeving zou er de oorzaak van kunnen zijn dat met name middelgrote Nederlandse pensioenfondsen terughoudend zijn ten aanzien van beleggen in Nederlandse participatiemaatschappijen.

⁷⁸ PwC: "Monitor Financierbaarheid Nederland", 2011.

Hoofdstuk 3

Beleggen in beursgenoteerde MKB bedrijven

1 OP BEPERKTE SCHAAL KAN VIA DE BEURS BELEGD WORDEN IN HET MKB

Omdat slechts 14 beursgenoteerde bedrijven voldoen aan de MKB-criteria zijn er weinig data beschikbaar om de mogelijkheden, kansen en risico's te beschrijven. We gaan in bijgaand stuk uit van de bedrijven die deel uitmaken van de Amsterdam Small Cap Index (AScX) en van voorbeelden van fondsen die zich op een selectie van small caps richten, maar veelal gaat het dan over bedrijven die boven de MKB-grenzen uitkomen wat betreft aantal werknemers en omzet of balanstotaal.

Beschrijving small cap universum (bedrijven, volumes, price-earnings ratio's)

In het segment beursgenoteerde bedrijven richten wij ons op het deel van de bedrijven die onderdeel uitmaken van de "AEX familie". Deze "AEX familie" bestaat uit een drietal prijsindices, te weten: ⁷⁹

1. **Amsterdam Exchange Index (AEX)**
2. **Amsterdam Midkap Index (AMX)**
3. **Amsterdam Small Cap Index (AScX)**

De bovengenoemde indices worden dusdanig samengesteld dat bedrijven op kwartaalbasis worden opgenomen op basis van hun vrij verhandelbare marktkapitalisatie. ⁸⁰ Zodoende komen de 25 grootste bedrijven in de AEX terecht, waarna bedrijven 26-50 qua vrij verhandelbare marktkapitalisatie in de AMX terechtkomen en bedrijven 51-75 tenslotte worden opgenomen in de AScX ⁸¹. De bedrijven in de AScX vertonen de grootste gelijkenis met bedrijven uit het MKB. De AScX index bestaat sinds maart 2005 ⁸². We hebben bekeken of een analyse van het

79 Naast de betreffende 3 indices bestaat er nog de zogenaamde "AEX All-Tradable" (AEXAT), die een verzameling van de andere 3 indices vormt.

80 Voor eventuele opname geldt een minimum van 15% vrij verhandelbare aandelen.

81 Als gevolg van bepaalde corporate actions kan voorkomen dat er op enig moment niet precies 25 bedrijven in de betreffende index zitten.

82 Bij het bepalen van het gewicht van de aandelen in de AScX krijgt elk van de 25 bedrijven een gewicht toegekend dat overeenkomt met de grote van de vrij verhandelbare marktkapitalisatie binnen deze groep van 25 aandelen. Om te waarborgen dat er geen bedrijf in de index zit dat een te dominante positie in de AScX inneemt, is er een maximaal gewicht van 15% vastgesteld, waarbij tussen de herbalanceringsmomenten het gewicht overigens boven 15% kan liggen.

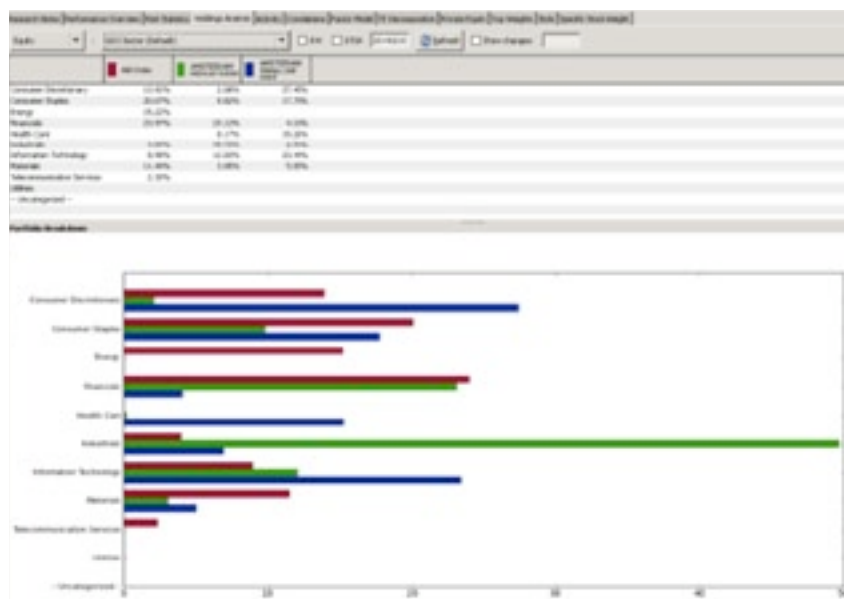
segment beursgenoteerde small cap bedrijven in Europa zinvol zou zijn. Het blijkt echter dat daar te weinig MKB bedrijven onder vallen.

In Tabel 5 is een overzicht opgenomen van de samenstelling qua bedrijven van de AScX per februari 2014. Daarnaast hebben we de marktkapitalisatie alsook het gemiddelde dagelijkse handelsvolume van de bedrijven uit de AScX over de laatste 6 maanden opgenomen. Uit de tabel valt op dat de gemiddelde marktkapitalisatie van de bedrijven in de AScX 268 miljoen euro bedraagt, waarbij 9 bedrijven een marktkapitalisatie van minder dan 100 miljoen euro hebben.

Bedrijf	% in index	Marktkapitalisatie	Gem. handelsvolume
Accell Group	7.9%	338,467,520	197,992
Amsterdam Commodities NV	6.6%	397,567,680	294,852
And International Publishers BV	0.2%	13,656,230	51,664
Anseus NV	15.3%	929,461,760	2,066,651
Ballast Nedam NV	1.1%	89,860,000	115,178
BE Semiconductor Industries NV	5.9%	348,295,104	795,004
Beter Bed Holding NV	7.2%	392,492,096	304,330
Crown Van Gelder	0.3%	15,246,018	19,418
Cryo-Serve Group NV	0.3%	16,276,102	15,529
DOData NV	1.6%	111,930,000	75,335
Exact Holding NV	8.1%	576,337,536	414,046
Grontheij	5.6%	250,688,640	413,322
Holland Colours NV	0.4%	25,810,530	22,944
ICT Automatisering NV	0.9%	47,862,964	19,442
Kardas NV	0.5%	17,453,016	77,901
KAS Bank NV	3.2%	153,693,376	225,146
Kendriox NV	4.3%	308,502,176	316,281
Koninklijke Brill NV	0.7%	42,381,180	26,925
Koninklijke Wessanen NV	5.4%	256,017,968	618,377
Nederland Apparatenfabriek	3.2%	204,134,064	104,297
Ordina NV	5.2%	185,544,784	1,217,562
Sligro Food Group NV	12.3%	1,316,345,440	506,751
Telegraaf Media Groep NV	3.3%	339,633,088	200,766
Value8 NV	0.4%	52,784,256	117,625
Gemiddelde marktkapitalisatie		268,458,899	

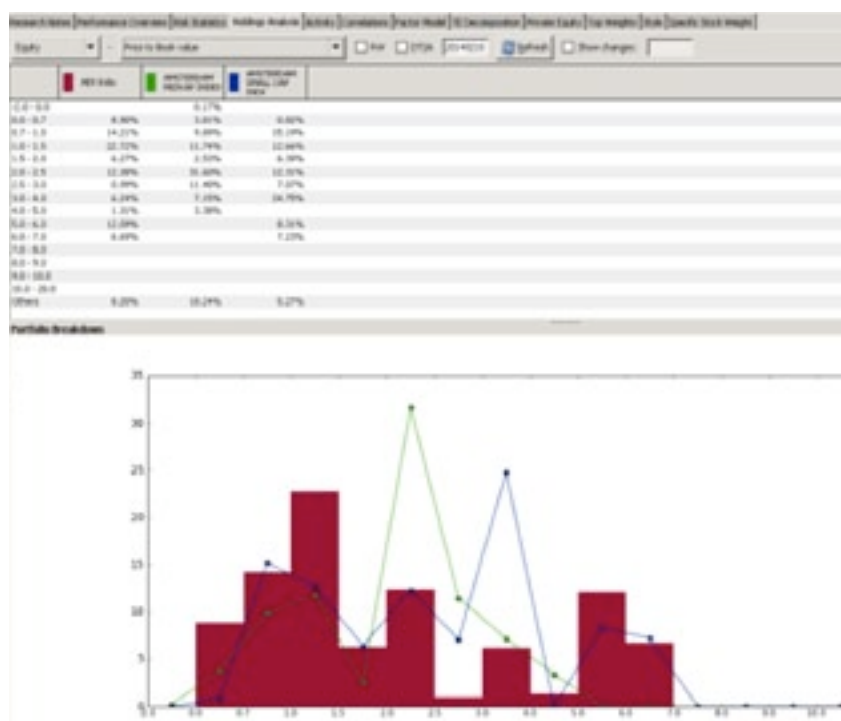
Tabel 5: Samenstelling AScX per februari 2014, marktkapitalisatie, gemiddeld dagelijks handelsvolume AScX september 2013 – februari 2014. Bron: Bloomberg.

In de onderstaande Figuur 6 tonen wij een overzicht van de sector samenstelling voor zowel AEX, AMX, alsook AScX per februari 2014. Hierbij valt op dat de AScX sterk vertegenwoordigd is in de sectoren: consumenten goederen, gezondheidszorg en IT. Verder valt op dat gemiddelde waardering (gemeten naar Price to Book) van de bedrijven in de AScX hoger ligt (per februari 2014) dan voor de AEX en AMX het geval is.



Figuur 6: Sectorweginen AEX, AMX, AScX per februari 2014. Bron: Altis Investment Management, Bloomberg.

Bij het lezen van deze figuren en tabellen moet men zich realiseren dat de opgenomen bedrijven strikt genomen vaak groter zijn dan MKB bedrijven. Wanneer op de Amsterdamse beurs ook de lokale markt wordt meegenomen, voldoen slechts 14 bedrijven aan de MKB criteria, zie onderstaande tabel. Slechts 2 van de 14 zijn opgenomen in de AScX index.



Figuur 7: Price to Book wegingen AEX, AMX, AScX per februari 2014. Bron: Altis Investment Management, Bloomberg.

Bedrijf	Marktkapitalisatie	Gem handelsvolume	Medewerkers	Omzet (in Euro mln)	Balanstotaal (in Euro mln)
AND INTERNATIONAL	13,604,050	14,050	75	4.48	12.67
BRILL KON	42,737,323	1,175	123	27.53	42.61
DICO INTERNATIONAL	7,239,325	856	13	0.04	0.05
INVERKO	9,804,668	740,251	14	0.00	0.33
LAVIDE HOLDING	1,480,636	3,664	6	0.00	1.00
MTY HOLDINGS NV	4,818,712	127	32	9.90	6.49
NEDSENSE ENTERPR	9,436,843	8,548	110	9.89	15.93
NOVISOURCE	4,575,000	1,060	1	0.00	0.39
PHARMING GROUP	199,969,438	28,722,500	61	10.61	16.84
PORCELEYNE FLES	4,971,179	308	99	24.44	20.55
ROODMICROTEC	6,193,219	122,421	100	11.97	13.14
SOURCE GROUP	17,310,000	1,420	69	11.20	111.40
SNOWWORLD	23,129,278	3,893	1	0.24	1.41
TIE KINETIX	6,845,433	1,296	109	12.98	9.02

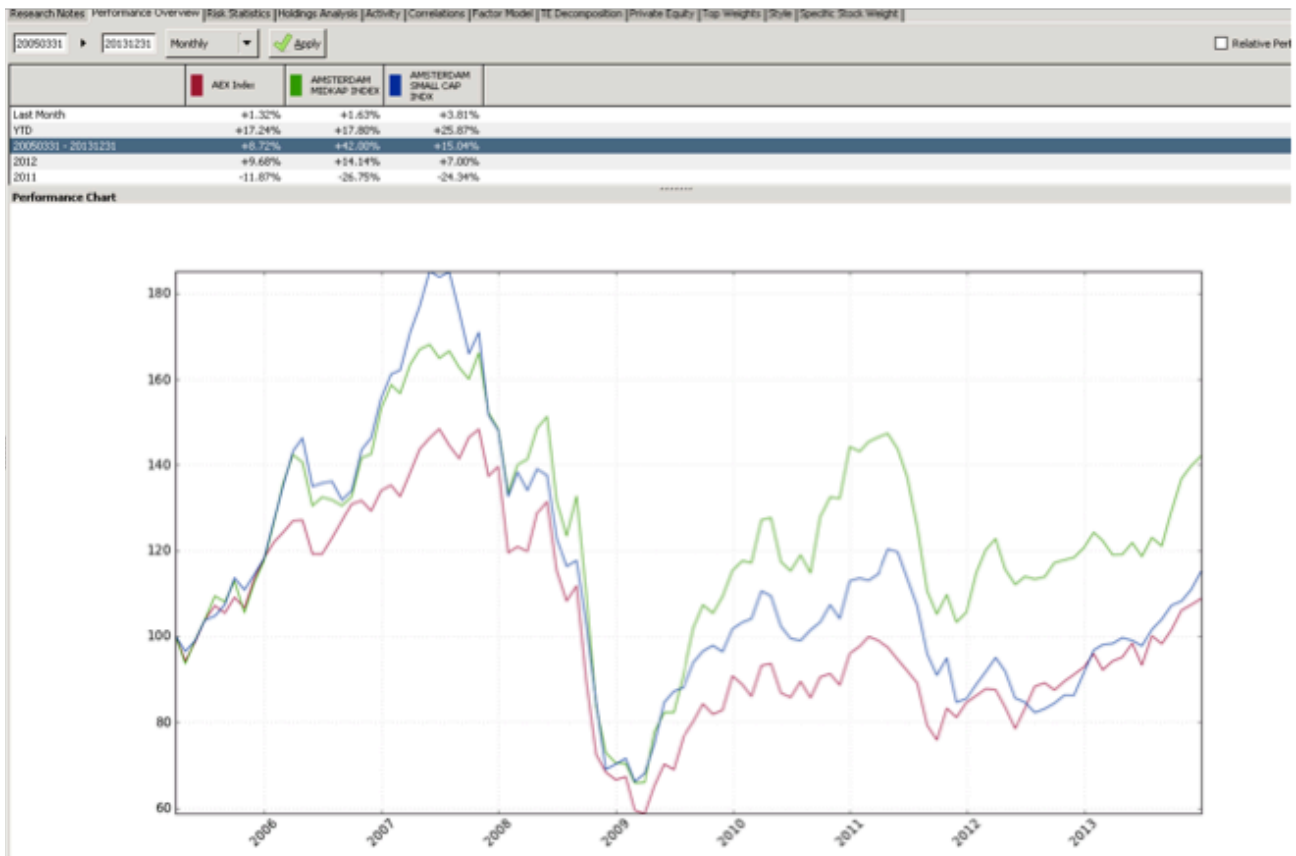
Tabel 6: Lokale markt aandelen die voldoen aan gestelde criteria per februari 2014, marktkapitalisatie, gemiddeld dagelijks handelsvolume september 2013 – februari 2014. Bron: Bloomberg.

2 RENDEMENT EN VOLATILITEIT NEDERLANDSE SMALL CAP AANDELEN

Rendement en volatiliteit AScX index

In onderstaande Figuur 8 hebben we het rendement van de 3 Amsterdamse indices weergegeven over de periode maart 2005 (inceptie van AScX) tot december 2013. Bij deze cijfers zijn voor geen van de 3 indices de dividenden meegenomen. Uit de tabel blijkt dat AMX index het beste van de drie

indices heeft gerendeerd over de betreffende periode. Verder valt op dat de AScX een beter rendement heeft laten zien dan de AEX, wat vooral in de jaren 2006 en 2009 werd veroorzaakt.



Figuur 8: Rendement AEX, AMX, AScX over maart 2005 - december 2013. Bron: Altis Investment Management, Bloomberg.

Indien we kijken naar de (absolute) volatiliteit van de 3 indices, gemeten over de periode maart 2005 – december 2013, waarbij dividenden niet zijn meegenomen, dan valt op dat AMX de hoogste volatiliteit heeft, terwijl de volatiliteit van de AEX en AScX dicht bij elkaar ligt. Daarnaast valt op dat zowel de AMX alsook de AEX minder bescherming bieden vanuit een korte termijn (1 maand) neerwaarts risico. Op de lange termijn (12 maanden) zit het neerwaarts risico van de 3 indices dicht bij elkaar.

Rendement en volatiliteit small cap fondsen

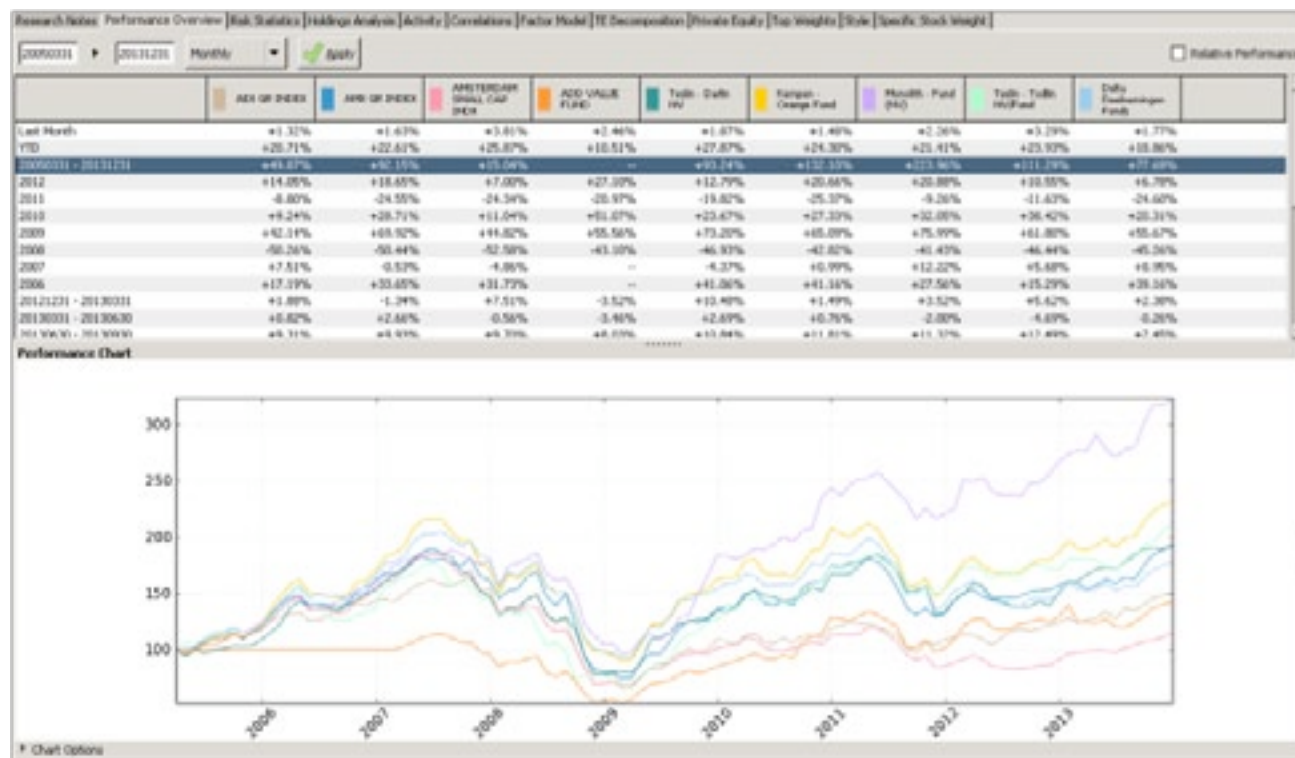
In onderstaande figuur en tabel hebben we een aantal van de fondsen opgenomen, die beleggen in Nederlandse small / mid cap bedrijven. Het is hierbij van belang om op te merken dat in dit overzicht zowel de AEX, alsook de AMX dividenden meeneemt, terwijl de AScX dat niet doet. We hebben ervoor gekozen om zoveel mogelijk indices te gebruiken, die het dividend meenemen, omdat dat een zo realistisch mogelijke vergelijking met de betreffende fondsen geeft. Verder

zijn de rendementscijfers van de betreffende fondsen weergegeven na aftrek van standaard beheerkosten..

Over de betreffende periode hebben vrijwel alle small / mid cap fondsen een beter rendement laten zien dan de betreffende indices.⁸³ Merk op dat het Add Value Fund en Monolith een beperktere historie hebben, wat terug te zien is aan het begin van de grafiek. Kijkend naar deze beperktere historie laten beide fondsen ook een outperformance zien.

	AEX	AMX	AScX
Volatiliteit	19.1%	21.1%	18.7%
Slechtste 1 maand	-19.7%	-24.0%	-18.4%
Slechtste 12 maanden	-52.3%	-53.3%	-54.5%

Tabel 7: Volatiliteit, Slechtste 1 maand, Slechtste 12 maanden over maart 2005 – december 2013. Bron: Altis Investment Management, Bloomberg.



Figuur 9: Rendement AEX, AMX, AScX, small / mid cap fondsen over maart 2005 - december 2013. Bron: Altis Investment Management, Bloomberg.

⁸³ Hierbij dient opgemerkt te worden dat de vergelijking met de AScX beperkt mogelijk is, omdat deze index geen dividend meeneemt.

Indien we kijken naar de (absolute) volatiliteit van de 3 indices, gemeten over de periode maart 2005 – december 2013, alsook naar de small / mid cap fondsen, dan valt op dat:

De volatiliteit van de verschillende fondsen ligt min of meer binnen de bandbreedte van de volatiliteit van de verschillende indices;

Het neerwaartse risico zowel op de korte termijn (1 maand) alsook op de lange termijn (12 maanden) is voor de meeste fondsen lager dan voor de betreffende indices;

We laten hiermee zien dat de AScX index in de periode maart 2005 tot december 2013 gemiddeld beter gerenderd heeft dan de AEX index en dat de zogenoemde small cap fondsen gemiddeld vaak ook beter renderen en minder volatiel zijn dan de AEX en AMX index. Er zijn vooralsnog echter onvoldoende data gevonden om te onderbouwen of deze lijn mag worden doorgetrokken naar de groep beursgenoteerde MKB -bedrijven.

	AEX	AMX	AScX	Add Value	Teslin - Darlin	Kempen - Orange	Monolith	Teslin - Todlin	Delta Lloyd
Volatiliteit	19.1%	21.4%	18.7%	19.0%	20.4%	20.5%	18.0%	20.8%	19.5%
Slechtste 1 maand	-19.7%	-24.0%	-18.4%	-15.6%	-21.0%	-19.7%	-18.9%	-25.5%	-18.5%
Slechtste 12 maanden	-50.3%	-51.5%	-54.5%	-45.6%	-48.5%	-45.9%	-44.6%	-53.8%	-45.4%

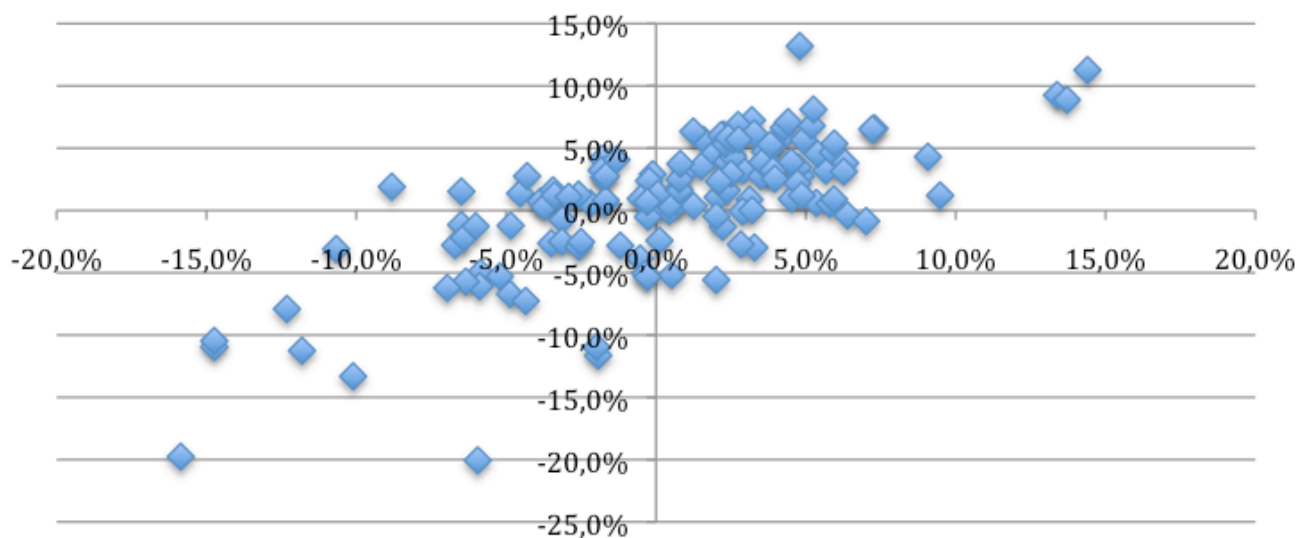
Tabel 8: Volatiliteit, Slechtste 1 maand, Slechtste 12 maanden over maart 2005 – december 2013. Bron: Altis Investment Management, Bloomberg.

Correlatie small caps met large caps

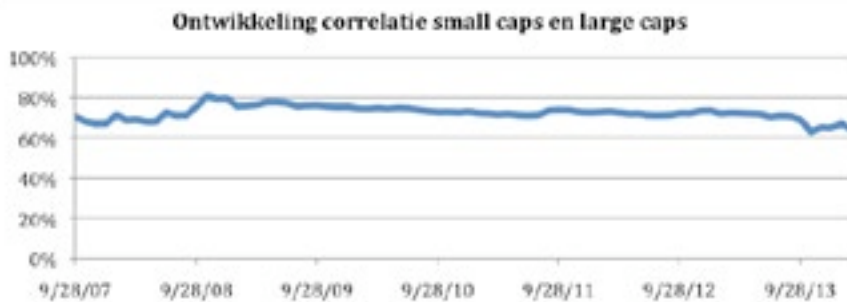
Belangrijk is ook de mate van samenhang tussen rendementen van verschillende asset classes binnen de beleggingsportefeuille. Onderstaande figuur geeft als illustratie de samenhang weer tussen 'small caps' (AScX) en 'very large caps' (Stoxx 50).

Ook deze samenhang is niet constant. Samenhang wordt door beleggers meestal samengevat met de correlatiecoëfficiënt. De volgende figuur geeft de ontwikkeling in de tijd weer, ook weer op basis van 60 maands voortschrijdende perioden.

Samenhang large caps en small caps rendement, op maandbasis



Figuur 10: Samenhang large caps en small caps rendement, op maandbasis. Bron: Bloomberg en dataverwerking door werkgroep "Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen".



Figuur 11: Ontwikkeling correlatie small caps en large caps. Bron: Bloomberg en dataverwerking door werkgroep "Afwegingen bij beleggen in MKB financieringen".

Vergelijking rendement en risico met Duitsland, Verenigd Koninkrijk en de VS

In de volgende figuren en tabel hebben we een overzicht opgenomen van de performance over de periode maart 2005 – december 2013, in euro gemeten, van de large, mid en small cap index voor Duitsland, VK en VS, te weten:

- Duitsland: DAX (grootste 30 bedrijven), MDAX (bedrijven qua grootte op plaats 31 – 80), SDAX (bedrijven qua grootte op plaats 81 – 130)
- VK: FTSE 100 (grootste 100 bedrijven), FTSE 250 (bedrijven qua grootte op plaats 101-350), FTSE SmallCap Index (bedrijven qua grootte op plaats 351-619)
- VS: Russell Top 200 (grootste 200 bedrijven), Russell Mid-Cap (bedrijven qua grootte op plaats 201-1000), Russell 2000 (bedrijven qua grootte op plaats 1001-3000)

In de onderstaande figuren valt op dat:

- Duitsland: MDAX heeft het beste gerendeerd gevolgd door DAX en daarna SDAX
- VK: FTSE 250 heeft het beste gerendeerd gevolgd door FTSE SmallCap en daarna FTSE 100
- VS: Russell MidCap en Russell 2000 hebben beide het beste gerendeerd gevolgd door Russell Top 200

Indien we naar de (absolute) volatiliteit van de betreffende indices, gemeten over de periode maart 2005 – december 2013, kijken dan valt op dat:

- Duitsland: MDAX heeft de hoogste volatiliteit, terwijl volatiliteit van DAX en SDAX dicht(er) bij elkaar liggen. Zowel MDAX als SDAX bieden minder bescherming vanuit een korte termijn (1 maand) neerwaarts risicoperspectief dan DAX. Op de lange termijn (12 maanden) neemt het neerwaartse risico van de 3 indices af naarmate de bedrijven in de index groter worden.
- VK: De volatiliteit neemt toe

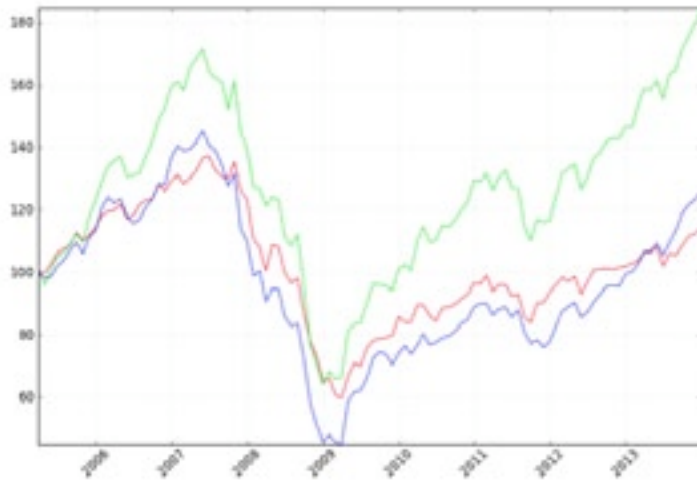
naarmate de bedrijven in de 3 indices kleiner worden. Dit beeld zien we ook (min of meer) terug als we kijken naar de bescherming tegen neerwaarts risico.

- VS: De volatiliteit neemt toe naarmate de bedrijven in de 3 indices kleiner worden. Bij het neerwaarts risico zien we een wat meer gemengd beeld. Hoewel Russell MidCap op zowel korte alsook lange termijn het grootste neerwaartse risico biedt, zien we ook dat de Russell Top 200 beter scoort dan de Russell 2000 op de korte termijn, terwijl het omgekeerde beeld zichtbaar is op de lange termijn.



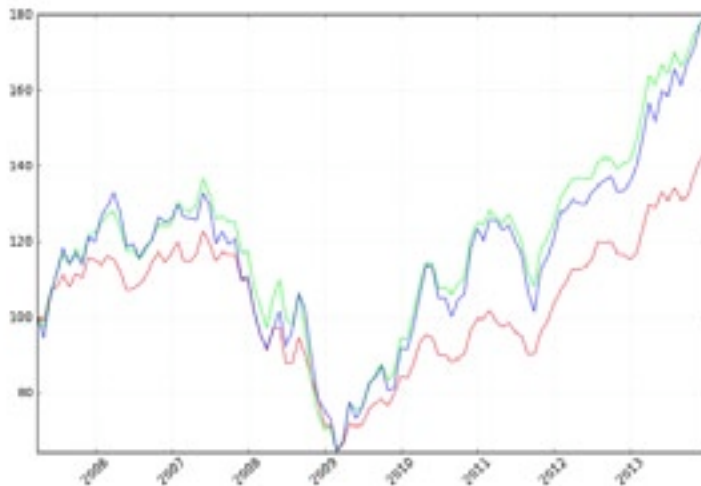
Figuur 12: Rendement DAX, MDAX, SDAX over maart 2005 - december 2013. Bron: Altis Investment Management, Bloomberg.

	FTSE 100 EQ:FTI3400	FTSE 250 FIE51	FTSE SMALLCAP SEES
Last Month	+1.52%	+3.07%	+2.32%
YTD	+11.90%	+25.91%	+26.72%
20050331 - 20130228	+44.28%	+94.89%	+26.10%
2012	+6.75%	+25.89%	+27.80%
2011	-2.80%	-10.14%	-12.47%



Figuur 13: Rendement FTSE 100, FTSE 250, FTSE Small Cap Index over maart 2005 - december 2013. Bron: Altis Investment Management, Bloomberg.

	RUSSELL TOP 200 INDEX	Russell MidCap Index Index	Russell 2000 Total Return Index
Last Month	+1.29%	+1.45%	+0.49%
YTD	+24.32%	+27.36%	+31.82%
20050331 - 20130228	+43.25%	+80.17%	+70.52%
2012	+11.96%	+13.07%	+13.62%
2011	+3.91%	+0.84%	-2.37%



Figuur 14: Rendement Russell Top 200, Russell MidCap, Russell 2000 over maart 2005 - december 2013. Bron: Altis Investment Management, Bloomberg.

	DAX	MDAX	SDAX
Volatiliteit	19.1%	21.7%	20.0%
Slechtse 1 maand	-19.2%	-20.9%	-20.8%
Slechtste 12 maanden	-43.0%	-49.6%	-54.6%
	FTSE 100	FTSE 250	FTSE Small Cap
Volatiliteit	14.4%	18.2%	19.6%
Slechtse 1 maand	-11.3%	-20.1%	-19.9%
Slechtste 12 maanden	-47.2%	-54.1%	-58.3%
	Russell Top 200	Russell Midcap	Russell 2000
Volatiliteit	13.1%	16.5%	18.7%
Slechtse 1 maand	-9.6%	-14.2%	-12.6%
Slechtste 12 maanden	-33.2%	-38.8%	-32.1%

Tabel 9: Volatiliteit, Slechtste 1 maand, Slechtste 12 maanden over maart 2005 – december 2013. Bron: Altis Investment Management, Bloomberg

3 OVERWEGINGEN OM AL OF NIET IN SMALL CAPS TE BELEGGEN

Illiquiditeit

Gegeven het minder liquide karakter van small cap aandelen is het van belang dat een investeerder bij het beleggen in small caps over een lange(re) beleggingshorizon beschikt, waarover de zogenaamde "risicopremie" kan worden geïncasseerd. Verder is er een aantal macro economische indicatoren dat specifiek gunstig kan zijn voor de winstgevendheid van small cap aandelen:

- Consumentenvertrouwen: zoals uit het overzicht dat de sectorverdeling weergeeft blijkt, zijn de consumenten gerelateerde sectoren sterk vertegenwoordigd binnen AScX. Een aantrekkelijk consumentenvertrouwen kan dus specifiek voor deze sectoren een positief effect hebben
- Economische groei (GDP-groei): bedrijven uit de industriële sector zijn sterk vertegenwoor-

digd in de AScX en AMX index, waarbij deze bedrijven een sterke afhankelijkheid hebben van de cyclische conjunctuur

- Beschikbaarheid van liquide middelen: het aantrekken van vreemd vermogen is lastiger voor small caps, waarbij een "risk-on" omgeving daarvoor meer bevorderlijk is voor dergelijke bedrijven

Met betrekking tot bovenstaande aspecten is het van belang dat timing en waarderingen goed in ogen-schouw worden genomen, waarbij tevens dient te worden gezien in welke mate positieve factoren reeds zijn ingeprijsd.

Beperkte handelsvolumes

In onze optiek kunnen beperkte handelsvolumes, die ook naar voren komen in een van de eerdere tabellen, een mogelijke belemmering vormen om te investeren in de AScX. Hierbij

dient een aantal aspecten in beschouwing genomen te worden:

- Brokers vragen veelal hogere vergoedingen per trade bij handel in small caps ter compensatie voor het lage volume
- Lage handelsvolumes zorgen er mogelijk voor dat een investeerder omwille van het vermijden van liquiditeitsrisico kleinere allocaties zal maken naar small caps
- Mogelijk hogere koersschommelingen kunnen ervoor zorgen dat small caps gezien worden als een meer risicovolle beleggingscategorie, waardoor investeerders een kleiner deel van hun beleggingsmix alloceren naar small caps.

4 BIJDRAGE SMALL CAPS BELEGGINGEN AAN DUURZAAM ONDERNEMEN ONVOLDOENDE DUIDELIJK

Beleggers die zich afvragen in welke mate beleggingen in beursgenoteerde MKB bedrijven kunnen bijdragen aan hun doelstellingen op het gebied van duurzaam beleggen zullen merken dat het Nederlandse universum (te) klein is om iets relevant te kunnen zeggen. In pan-Europese analyses wordt het MKB-aspect ook

niet echt meegenomen. Daarnaast speelt dat organisaties die naar de duurzaamheidsbeoordeling van onderliggende bedrijven kijken zoals Sustainalytics, slechts (zeer) beperkte dekking van dit universum kunnen hebben.

5 TOEPASSELIJKE REGELGEVING

In het "DNB thema-onderzoek innovatieve beleggingen" (Sleijpen, 2012) komen een aantal aandachtspunten naar voren die primair gelden voor zogenaamde innovatieve beleggingen.⁸⁴ Een kenmerk van deze innovatieve beleggingen is dat deze in zijn algemeenheid minder liquide zijn. Onder de veronderstelling dat bij beleggingen in small caps ook sprake is van een minder hoge liquiditeit geven wij onderstaand aan welke aandachtspunten DNB doet omtrent innovatieve beleggingen. Deze aandachtspunten hebben betrekking op:

Beleggingsbeleid: er kan sprake zijn van een overschatting van de diversificatievoordelen en een onderschatting van beheerskosten en specifieke risicokenmerken

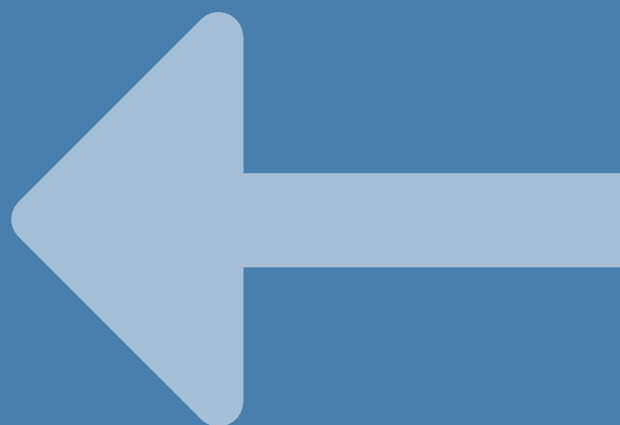
Selectie- en evaluatieprocedure: het mogelijkerechts ontbreken van een adequate en vooraf vastgestelde selectieprocedure maakt investeerders kwetsbaar voor onverwachte verliezen aangezien het risicoprofiel van de daadwerkelijke belegging kan afwijken van het door de investeerder gewenste risicoprofiel

Monitoring: het is belangrijk dat er voldoende inzicht bestaat in performance ontwikkeling, alsook de exposure naar materiele risicofactoren. Verder is een geaggregeerde rapportage en een adequaat en onafhankelijk waarderingsproces van belang

Governance: aan de zijde van de investeerder dient een duidelijke rolverdeling van taken te bestaan

⁸⁴ Resultaten DNB thema-onderzoek innovatieve beleggingen, O.C.H.M. Sleijpen, juni 2012.

IX Wetenswaardigheden



1 FINANCIERING DOOR VERZEKERAARS

Achtergrond

In totaal hebben verzekeraars 60% van hun vermogen geïnvesteerd in de Nederlandse economie. Verzekeraars kunnen als institutioneel beleggers bijdragen aan het versterken van de Nederlandse economie door het versterken van het MKB, bijvoorbeeld door financiering van het MKB via door verzekeraars opgezette fondsen, het stimuleren dat kredietratings worden verstrekt aan het MKB, en het onderzoeken of bepaalde aandelenbelangen als 'strategische participatie' kunnen worden aangemerkt.

De aankomende Solvency II regelgeving rondom kapitaal- en liquiditeitseisen, maakt het investeren in sommige beleggingscategorieën minder aantrekkelijk. Verzekeraars willen graag de dialoog opzoeken met de banken en de overheid om te onderzoeken op welke wijze verzekeraars met hun langetermijninvesteringen kunnen bijdragen aan de versterking van de Nederlandse economie.

De nieuwe Solvency regelgeving is van belang voor de stabiliteit van het financiële systeem, maar heeft mogelijk onbedoelde neveneffecten op de MKB financiering. De toekomstige strengere regelgeving voor verzekeraars zal kapitaaleisen introduceren die onderhandse leningen en investeringen in MKB kredietverlening minder aantrekkelijk maken door de hoge kapitaaleisen die voor de verschillende manieren waarop verzekeraars kunnen investeren zullen worden opgelegd. Het wordt voor verzekeraars duurder om leningen te verstrekken. Verzekeraars moeten namelijk extra kapitaal aanhouden voor leningen. Dit kapitaalbeslag neemt toe naarmate de looptijd van de lening langer is en naarmate de rating van het bedrijf waaraan de lening wordt verstrekt lager is.

Door de komst van het nieuwe toezichtkader Solvency II wordt het voor verzekeraars onaantrekkelijk om te beleggen in aandelen van bedrijven. Verzekeraars moeten door Solvency II voor aandelenbeleggingen meer kapitaal aanhouden op hun balans. Verzekeraars kunnen, zoals banken, direct leningen verstrekken aan het MKB. Daarnaast zouden verzekeraars indirect kunnen investeren in MKB kredieten via gesecuritiseerde leningen of fondsen voor het MKB. Met het MKB fonds Qcredits financieren verzekeraars nu ook kleinere bedrijven en willen hiermee hun maatschappelijke rol nadrukkelijk oppakken. De onderhandelingen met betrekking tot de aanpassing van de Solvency II richtlijn zijn in november 2013 succesvol afgerond. Het is vanwege de financiële uitdagingen waar Nederlandse levensverzekeraars voor staan onverantwoord om te wachten op de invoering van Solvency II per 1 januari 2016 of later. In de komende twee jaar voor het van kracht worden van Solvency II is de belangrijkste wijziging in het verzekeringstoezicht de invoering door De Nederlandsche Bank van het theoretisch solvabiliteitscriterium (TSC) gericht op de 40 middelgrote en grote verzekeraars. In de TSC zijn specifieke kapitaaleisen opgesteld voor MKB leningen. De volgende stap is de uitwerking door de Europese Commissie van de richtlijn in de nadere regelgeving in 2014 met uitloop in 2015. Op dat moment krijgen de verzekeraars ook meer duidelijkheid over de hoogte van Solvency II eisen die in beginsel vanaf 1 januari 2016 zullen gaan gelden.

MKB-Fonds Verzekeraars⁸⁵

Gecoördineerd door het Verbond van Verzekeraars steken 9 verzekeraars 30 miljoen euro in Qredits. Dit is een onafhankelijke en private kredietverstrekker die (startende) ondernemers in het klein-MKB helpt met advies en financiering. Deze organisatie zonder winstoogmerk zal namens de verzekeraars kredieten met een maximum van 150.000 euro gaan verstrekken aan kleinere ondernemingen. De leningen hebben een looptijd van maximaal zeven jaar.

De kredietverstrekking kwam een paar maanden na de verschijning van het rapport van de Commissie Hoek (2013).⁸⁶ Het rapport brengt de knelpunten en mogelijke oplossingen van de kredietverlening in het MKB in kaart. Eén van de bevindingen was dat met name kleine en middelgrote ondernemingen is het als gevolg van de financiële crisis steeds lastiger geworden om krediet van banken te krijgen. In het rapport spraken de Nederlandse verzekeraars de intentie uit om 170 miljoen euro te investeren in het MKB. De verzekeraars schieten veelbelovende bedrijven te hulp met dit eerste fonds voor het klein-MKB. Later dit jaar volgt een tweede fonds voor het kleine en middelgrote MKB.

⁸⁵ Persbericht Delta Lloyd 3 februari 2014.

⁸⁶ Verkenning MKB Financiering, Commissie Hoek, juli 2013.

2 ASSET ALLOCATIE NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN

(Overgenomen uit DNB Bulletin augustus 2013)⁹⁴

De pensioenfondsen in Nederland beleggen ruim 14% van hun totale vermogen binnen de landsgrenzen, zo blijkt uit onderzoek van De Nederlandsche Bank (DNB). Eind maart 2013 was van de bijna 960 miljard aan belegd vermogen 134,9 miljard euro belegd in Nederland. Daarvan was 12,7 miljard euro in Nederlandse hypotheek geïnvesteerd en 1 miljard euro in het midden- en kleinbedrijf. De cijfers zijn van belang voor de maatschappelijke discussie die momenteel gaande is over de rol van pensioenfondsen bij de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens in Nederland. DNB heeft vanuit haar

toezichhoudende rol overigens geen direct aangrijpingspunt bij de keuze van pensioenfondsen voor de (geografische) bestemming van hun beleggingen. Binnen de gestelde toezichtkaders is dat aan de pensioenfondsen zelf, waarbij DNB er in de eerste plaats op toeziet dat de beleggingen in het belang van de deelnemers zijn en dat de risico's van de beleggingen voldoende beheerst worden. In het vereiste eigen vermogen, de kapitaalvereiste voor pensioenfondsen, wordt ook geen onderscheid gemaakt tussen beleggingen in Nederland en daarbuiten.

Beleggingen pensioenfondsen in Nederland

Tabel 1 laat zien dat een groot deel van de 134,9 miljard euro aan Nederlandse investeringen vastrentende waarden betreffen. Het totaal van 87,1 miljard euro aan Nederlandse vastrentende waarden bestaat uit Nederlandse staatsobligaties (43,5 miljard euro), hypotheek (12,7 miljard euro), bedrijfsobligaties (14,0 miljard euro) en cash en kortlopende vorderingen (16,9 miljard euro). Van de totale vastgoedbeleggingen van 91,3 miljard euro beleggen pensioenfondsen 21,7 miljard euro in Nederlands vastgoed.

	Nederland	Euro-zone (excl. NL)	Rest van de wereld	Totaal
Participaties en deelnemingen	10,3	47,8	323,0	381,1
waarvan aandelen	7,1	39,3	251,1	297,4
waarvan private equity	2,7	8,2	40,4	51,4
waarvan hedgefonds	0,4	0,3	31,5	32,2
Vastrentende waarden	87,1	210,4	133,0	430,6
waarvan staatsobligaties	43,5	172,0	33,4	248,9
waarvan hypotheek	12,7	2,1	15,9	30,6
waarvan bedrijfsobligaties	14,0	33,1	75,2	122,2
waarvan cash en kortlopende vorderingen	16,9	3,3	8,6	28,8
Vastgoedbeleggingen	21,7	21,3	48,3	91,3
Overig	15,8	0,3	40,5	56,6
Totaal beleggingen	134,9 (14,1%)	279,8	544,8	959,6

Tabel 1: Uitsplitsing belegd vermogen Nederlandse pensioenfondsen (bedragen in miljarden euro, per ultimo maart 2013).

De resultaten zijn gebaseerd op een onderzoek onder 30 grote pensioenfondsen die gezamenlijk 81 procent van het vermogen van de Nederlandse pensioensector beheren. Deze resultaten zijn opgeschaald tot totalen van de gehele sector. Er wordt soms ook gesproken over een totaal vermogen van de pensioensector van ongeveer 1.050 miljard euro. Ten

opzichte van deze 1.050 miljard euro zijn derivaten en vorderingen in de resultaten gesaldeerd.

⁹⁴ DNB Bulletin, www.dnb.nl, 27 augustus 2013.

Hypotheeken

Nederlandse pensioenfondsen beleggen voor 12,7 miljard euro in hypotheeken. Beleggingen in hypotheeken kunnen worden opgesplitst in woninghypotheeken en commerciële hypotheeken op bijvoorbeeld bedrijfspanden. Verder beleggen pensioenfondsen direct in hypotheeken of indirect door middel van securitisaties, waarbij belegd wordt in waardepapieren met hypotheeken als onderpand. Pensioenfondsen verstrekken zelf geen hypotheeken; directe hypotheeken betreffen de beleggingen in niet-herverpakte hypotheeken. Wanneer het bij securitisaties gaat om woninghypotheeken is er sprake van Residential Mortgage Backed Securities (RMBS), bij commerciële hypotheeken betreft het Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS). Tabel 2 geeft een uitsplitsing van de beleggingen van pensioenfondsen in hypotheeken en het Nederlandse aandeel binnen elke categorie. Van de 30,6 miljard euro aan hypotheekbeleggingen wordt 17,8 miljard euro in RMBS belegd. Hiervan wordt 1,4 miljard euro aangehouden in Nederlandse RMBS. Verder wordt een aanzienlijk deel (9,1 miljard euro) van de totale hypotheekportefeuille direct belegd in Nederlandse woninghypotheeken.

Tabel 2: Uitsplitsing totale hypotheekportefeuille (bedragen in mrd €, per ultimo maart 2013)

	Nederland	Euro-zone (excl. NL)	Rest van de wereld	Totaal
RMBS	1,4	1,9	14,5	17,8
CMBS	0,1	0,2	1,3	1,7
Directe hypotheeken, woningen	9,1	0,0	0,0	9,1
Directe hypotheeken, commercieel	2,1	0,0	0,0	2,1
Totaal	12,7 (41,5%)	2,1	15,9	30,6

Tabel 2: Uitsplitsing totale hypotheekportefeuille (bedragen in miljarden euro, per ultimo maart 2013).

MKB

Uit het onderzoek blijkt dat pensioenfondsen ongeveer 1 miljard euro direct in Nederlands MKB hebben geïnvesteerd. Het is voor pensioenfondsen echter niet altijd zichtbaar wanneer er in MKB wordt geïnvesteerd. In veel gevallen wordt namelijk indirect in MKB geïnvesteerd, bijvoorbeeld door te beleggen in vastgoed als kantoren en winkeloppervlak. Het is bijvoorbeeld in het geval van winkels echter vaak niet duidelijk of de huurder een MKB-winkelier betreft of onderdeel is van een grote keten. Verder bevatten ook beleggingen in commerciële hypotheeken MKB. De daadwerkelijke investeringen in Nederlands MKB zullen dus meer bedragen dan de genoemde 1 miljard euro.

Colofon

Uitgave

MKB in Beeld

info@mkbinbeeld.nl

www.mkbinbeeld.nl

Vormgeving

Studio Visser Knof, Amsterdam

Druk

DigiForce, Den Haag

Alle rechten (waaronder de bij de totstandkoming van dit rapport betrokken auteursrechten) voorbehouden. Overname van een gedeelte van dit rapport kan onder correcte bronvermelding vrijelijk geschieden.