



CPB Achtergronddocument | 27 augustus 2015

De Nederlandse financieringsstructuur in perspectief

*Bijlage bij CPB Policy Brief 2015/14
'Een wereld zonder banken?
Marktfinanciering en bankfinanciering
in perspectief'*

Nancy van Beers
Michiel Bijlsma
Sander van Veldhuizen
Benedikt Vogt

1 Inleiding

Het bedrijfsleven in Europa is voor externe financiering sterk afhankelijk van banken. Als bancaire kredietverlening om de een of andere reden terugloopt, kunnen alternatieve financieringsbronnen bancaire kredietverlening aanvullen. De recente crisis illustreert dit. Wanneer de Europese kapitaalmarkten even diep en ontwikkeld zouden zijn geweest als hun Amerikaanse tegenhangers, zou er tussen 2008 en 2013 ongeveer 4 biljoen euro extra financiering beschikbaar zijn geweest, zo wijst een aantal schattingen uit.¹ De in 1999 gestarte hervormingen ter bevordering van meer geïntegreerde en efficiënte financiële markten in de EU, beter bekend als het [Financial Services Action Plan](#)², hebben het gat tussen de VS en Europa op dit punt nog niet kunnen dichten.

Ook voor het Nederlandse bedrijfsleven en in het bijzonder het mkb is bankfinanciering de belangrijkste bron van financiering. Van kapitaalmarktfinanciering maken in Nederland vooral grote bedrijven gebruik. De omvang van de aandelenmarkten in Nederland vertegenwoordigt slechts 15% van de financiële markten.³ Het Nederlandse bankwezen is in verhouding tot de aandelenmarkt ruim drie maal zo groot.⁴ Daarnaast hebben de vijf grootste banken in Nederland meer dan 80% van de markt in handen. Het groeipotentieel van marktfinanciering voor kleinere bedrijven in Nederland is daarmee groot.

In juli 2014 kondigde het kabinet dan ook het Aanvullend Actieplan mkb-financiering aan met de constatering dat er behoefte is aan nieuwe financiers en alternatieve financieringsmogelijkheden voor het mkb. Doel van het actieplan is het bestaande instrumentarium voor mkb-financiering aan te vullen om zo voor aanvullende financiering voor het mkb te zorgen. Het Aanvullend Actieplan zet 155 miljoen euro begrotingsmiddelen en één miljard euro garantiebudget in ter versterking van het risicodragend vermogen in het mkb, ter verbreding van het aanbod van mkb-financiering, en ter verbreding van de marktwerking en bestaande overheidsinstrumenten.⁵ Tevens plaatste het ministerie van Economische Zaken op 30 oktober een oproep in de Staatscourant voor concrete voorstellen en ideeën om het aanbod van mkb-financiering te verbreden en te vergroten.⁶ Hieruit blijkt dat deze beleidsdiscussie voorlopig nog niet ten einde is.

Dit document draagt op drie terreinen bij aan deze discussie, waarlangs dit rapport is opgebouwd. De eerste bijdrage is een beschrijving van de economische literatuur over de financiering van bedrijven in hoofdstuk 2. Daarbij proberen we antwoord te krijgen op de vraag wat de problemen zijn bij de externe financiering van bedrijven. Ook bespreken we wat de economische literatuur ons leert over de voor- en nadelen van meer bank-gefinancierde economie en een meer markt-gefinancierde economie. De tweede bijdrage is het in kaart brengen van de huidige financieringsstructuur in Nederland in hoofdstuk 3. Deze vergelijken we vervolgens in hoofdstuk 4 met de financieringsstructuur in de Verenigde Staten en andere

¹ Wright, W. (2014), Driving growth: Making the case for bigger and better capital markets in Europe, New Financial, [Report](#).

² Zie ook: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/actionplan/index_en.htm, laatst opgeroepen: 11-5-2015.

³ Weliswaar is de Nederlandse aandelenmarkt dieper, gemeten als marktkapitalisatie over bbp, dan de meeste Europese aandelenmarkten, maar de Amerikaanse aandelenmarkt is nog een stuk groter.

⁴Zie IMF (2014), Global Financial Stability Report, Oktober 2014, pagina 163.

⁵ Zie dit [bericht/brief](#).

⁶ Zie dit [bericht](#) in de Staatscourant.

Europese landen. De derde bijdrage is een driestappenplan van hoe te verschuiven van een evenwicht waarin bankfinanciering domineert, naar een evenwicht waar marktfinanciering een substantieel grotere rol speelt. Dit beschrijven we in hoofdstuk 5.

2 Overzicht van de theoretische en empirische literatuur

2.1 Asymmetrische informatie beperkt het bedrag dat bedrijven kunnen lenen

Bij het financieren van bedrijven spelen ten minste twee problemen waardoor kredietverlening aan en investeringen in bedrijven onvoldoende tot stand kunnen komen, ook wel bekend als kredietrantsoenering. Vanuit de markt kunnen oplossingen ontstaan om die kredietrantsoenering gedeeltelijk in te perken, maar die werken niet altijd even goed voor kleine bedrijven. Hieronder bepreken we achtereenvolgens de problemen die rantsoenering veroorzaken, welke mogelijke marktoplossingen er zijn en waarom die strategieën niet altijd even goed werken voor kleine bedrijven.⁷

In een ideale wereld hebben kredietverstekkers perfecte informatie over hun leners, zodat zij contracten op deze informatie kunnen conditioneren. In de praktijk bestaat er echter *asymmetrische informatie* over de financiële situatie van een bedrijf, de specifieke karakteristieken van potentiële investeringen, of het gedrag van de ondernemer. Potentiële financiers beschikken dus niet over dezelfde informatie als bedrijven. Bovendien zijn er transactiekosten mee gemoeid om deze informatie gedeeltelijk te verwerven. Informatie-asymmetrie leidt tot *krediet rantsoenering*⁸ vanwege twee type problemen die zich manifesteren op twee momenten. Ten eerste speelt bij het tot stand komen van de financieringstransactie het probleem van *averechtse selectie*. Ten tweede speelt tijdens de financieringsrelatie, terwijl de ondernemer zijn project onderneemt, het probleem van *moreel risico*.

Voor het afsluiten van de financieringstransactie ontstaan kosten als gevolg van verborgen informatie voor de financier. Het gevolg van informatie-asymmetrie is dat financiers het te financieren project niet op waarde kunnen schatten. Financiers zijn bijvoorbeeld alleen in staat een inschatting te maken van het gemiddelde risico, of de gemiddelde kwaliteit, van een bepaald type investering/financiering. Als financiers niet bereid zijn om de 'goede risico's' tegen gunstigere voorwaarden te financieren, zullen bedrijven eerder ervoor kiezen zichzelf te financieren. Het gevolg is dat de gemiddelde prijs voor financiering toeneemt en hoger ligt dan de prijs voor financiering gemiddeld over alle bedrijven. Er treedt dus *averechtse selectie* op, waardoor sommige ondernemingen niet extern gefinancierd kunnen worden. In het ergste geval

⁷ De kernideeën van dit deel zijn gebaseerd op Tirole (2010), Hoofdstukken 3, 4, 5 en 13. Aanvullende referenties zijn tussen haakjes aangegeven.

⁸ Crawford et al. (2015) laten empirisch en theoretisch bewijs voor *averechtse selectie* zien. Zij laten verder zien dat prijzen sterker stijgen als er *averechtse selectie* in competitieve markten is dan in minder competitieve markten. Voor indirecte bewijs over *averechtse selectie* in krediet markt zie bijvoorbeeld Jimenez et al. (2006). Klonner en Rai (2006) tonen empirisch bewijs voor *averechtse selectie* bij consumenten kredieten.

zou de financieringsmarkt zelfs in zijn geheel niet kunnen ontstaan. Het averechtse selectieprobleem en de kosten van verborgen informatie treden op nog voordat een financieringsrelatie kan ontstaan.

Zodra de financier en de ondernemer een financiële transactie zijn aangegaan, kan voor de financier een tweede probleem ontstaan. Door verborgen handelingen van de ondernemer kan de financier niet volledig nagaan of de ondernemer zich aan de overeenkomst zal houden. Als er iets misgaat, of als een investering minder oplevert dan verwacht, is het voor de financier moeilijk vast te stellen of dit komt door slecht management of door pech. Wanneer er beperkte controlemogelijkheden zijn en bestuurders van een bedrijf geen prikkels hebben (bijv. omdat hun aansprakelijkheid beperkt is) om een optimale inspanning te leveren, ontstaat er een *moreel risico: de ondernemer spant zich minder in voor het belang van de financier dan eerder overeengekomen is*. Dit is een klassiek principaal-agent probleem. Als het niet mogelijk is deze problemen op te lossen, zullen investeerders niet bereid zijn om financiering te verschaffen en ontstaat wederom een situatie van kredietrantsoenering (Stiglitz en Weiss, 1981).

Marktoplossingen die moreel risico en averechtse selectie kunnen verminderen

De economische theorie beschrijft vijf mechanismen waarmee marktpartijen bovenstaand marktfalen van averechtse selectie en moreel risico kunnen verminderen.

- Monitoring
- Inbrengen eigen vermogen
- Inbrengen onderpand
- Diversificatie
- Transparantie

Deze marktoplossingen sluiten elkaar niet uit, maar zullen vaak complementair aan elkaar zijn.

Monitoring is de eerste manier waarop financiers moreel risico kunnen beperken en tegelijkertijd meer informatie over de financiële situatie van een bedrijf kunnen verhogen. Monitoring houdt in dat een financier probeert om het gedrag van ondernemers actief in de gaten te houden, bijvoorbeeld door reguliere rapportageverplichtingen aan de ondernemer te vragen. Deze manier om informatie-asymmetrie in te perken gaat gepaard met hoge kosten. De financier moet immers kosten maken op toezicht te houden. De ondernemer maakt kosten voor de uitvoering van contracten, rapportages, of andere disciplinerende mechanismen.

Een tweede mechanisme is dat de ondernemer een deel van zijn *eigen vermogen* inbrengt in het project. Omdat een verlies nu ten koste gaat van het eigen vermogen van de ondernemer zelf, heeft deze een grotere prikkel om inspanning te leveren, zodat de belangen van de financier en de ondernemer meer op één lijn komen te zitten. Om voldoende krachtige prikkels te hebben betekent dit mechanisme dat een ondernemer een voldoende hoog niveau aan eigen vermogen zal moeten inbrengen om de externe financiering te kunnen krijgen. Kalemli-Ozcan et al. (2011) laten zien dat kleine bedrijven⁹ in de VS veel meer eigen vermogen aanhouden dan vergelijkbare bedrijven in Europa, terwijl dit niet het geval is voor grote, beursgenoteerde bedrijven. Een plausibele verklaring hiervoor luidt dat kleinere bedrijven in de VS meer eigen vermogen aanhouden om marktfinanciering aan te kunnen trekken. Kleine bedrijven in Europa

⁹ We definiëren kleine en grote bedrijven in termen van hun nettowaarde.

daarentegen maken vaker gebruik van bankfinanciering en dus van de monitoringcapaciteit van banken om moreel risico in te perken.

Een derde mechanisme is dat de ondernemer *onderpand* inbrengt. Dus in plaats van een directe investering van eigen vermogen in het project door de ondernemer, biedt hij andere activa aan als onderpand waar de financier eigendomsrecht over krijgt als het project mislukt (zie bijvoorbeeld Jiminez et al. (2006), Berger et al. (2011) en Cerqueiro et al. (2012) voor empirisch bewijs van dit mechanisme).¹⁰ Bezittingen kunnen pas als onderpand dienen als ze voor de financier voldoende restwaarde hebben. Bedrijven met meer immateriële activa kunnen minder makkelijk gebruik maken van bankfinanciering. Immateriële activa, zoals intellectueel eigendom van een bepaalde technologie of de reputatie van een onderneming zijn immers moeilijker te verpanden, terwijl ook de waarde minder makkelijk vast te stellen is.¹¹ Bedrijven met meer materiële activa hebben makkelijker toegang tot bankfinanciering. Hun waarde is beter meetbaar. Dit maakt de zekerheidsstelling of de evaluatie van investeringsprojecten gemakkelijker (Berger en Udell, 1995).

Een vierde mechanisme is *diversificatie*. Het idee is dat bedrijven hun inkomen uit andere projecten, die onafhankelijk opereren van het project waarvoor externe financiering nodig is, kunnen verpanden (Diamond, 1984). Wanneer het project mocht mislukken, kunnen de financiers hun investering toch nog terug krijgen via de opbrengsten van de andere projecten. Voorwaarde is dat de kansen dat de verschillende projecten in een portfolio mislukken niet al te sterk gecorreleerd zijn.

Tot slot kunnen bedrijven *transparantie* bieden door informatie over hun financiële situatie te onthullen en zo het probleem van asymmetrische informatie oplossen.¹² Een beursnotering geeft bijvoorbeeld een verplichting van het bedrijf om te voldoen aan alle eisen met betrekking tot transparantie die uit zo'n notering voortvloeit. Voor de ondernemers is er echter wel een trade-off in het spel die de mate van transparantie begrenst. Voor bedrijven kan het ontsluiten van informatie gepaard gaan met het risico dat gevoelige informatie over de financiële situatie, innovaties of bedrijfsgeheimen ook bij concurrenten terecht komt (Bhattacharya en Ritter, 1983).

Waarom is het voor kleine bedrijven moeilijker om financiering aan te trekken?¹³

Alleen meer eigen vermogen aanhouden lijkt voor kleine bedrijven een potentieel succesvolle strategie om toegang te krijgen tot bancaire en niet-bancaire financieringsbronnen. De overige vier besproken oplossingen om averechtse selectie en moreel risico te reduceren, werken om ten minste vier redenen voor kleine bedrijven niet altijd even goed:

¹⁰ Een combinatie tussen een immateriële activa en monitoring wordt vaak in *groep leningen* gebruikt. Deze soort zekerheidsstelling is vaak vermeld in de microfinance literatuur (Murdoch, 1999). Bedrijven of ondernemers kunnen hun sociaal kapitaal (zoals bijvoorbeeld betrouwbaarheid en reputatie) in hun peergroep als zekerheidsstelling en hun peers als monitors (Stiglitz, 1990) gebruiken om potentieel moreel gevaar te reduceren. Hermes en Lensink (2007) leveren een overzicht van de empirische bewijzen dat peer monitoring echter moreel gevaar kan reduceren.

¹¹ Bedrijven met relatief veel immateriële activa zijn meer aangewezen op financiering door middel van eigen vermogen.

¹² Voor een overzicht van het empirisch bewijs zie Healy and Palepu (2001)

¹³ De hoofdlijn van dit deel is gebaseerd op Holmstrom en Tirole (1998) en Tirole (2011).

- Kleine bedrijven hebben minder verpandbare bezittingen.
- Lastiger om op een geloofwaardige manier transparant te zijn.
- Te weinig aantal projecten voor diversificatie
- Hold-upproblemen

Een eerste reden is dat kleine bedrijven minder verpandbare bezittingen hebben. Holmström en Tirole (1998) laten zien dat bedrijven met een beperkte hoeveelheid eigen vermogen of activa slechts relatief duur gemonitord kapitaal kunnen aantrekken om zo de kans op moreel gevaar te beperken. Monitoring kan overigens ook plaatsvinden door een bank, kredietunie of een durfkapitalist. Zoals we hierboven ook hebben laten zien hebben alleen bedrijven die voldoende onderpand kunnen inbrengen toegang tot goedkoper, niet-gemonitord kapitaal. Een cruciale voorwaarde hierbij is dat de investering door activa wordt gedekt. Als kleine bedrijven dus te weinig onderpand hebben, zullen ze meer eigen vermogen moeten hebben om toegang te verkrijgen tot goedkoper, niet-gemonitord kapitaal.

De tweede reden draait om transparantie over de financiële situatie. Voor kleine bedrijven is het in het algemeen moeilijker op een geloofwaardige manier transparantie over hun financiële situatie te creëren. Het op een geloofwaardige manier transparant maken van de financiële situatie gaat voor bedrijven gepaard met (hoge) transactiekosten, welke bijvoorbeeld bestaan uit rating- en certificatiekosten. De ICT-systemen die nodig zijn om informatie gestructureerd te verzamelen en openbaar te maken, hebben vaste kosten voor alle bedrijven. Grotere bedrijven ervaren dus schaalvoordelen bij het transparant maken van hun financiële situatie. Daarnaast is het voor kleine bedrijven mogelijk ook lastiger om hun bedrijfsspecifieke kennis veilig te stellen via bijvoorbeeld patenten. Kleine bedrijven zullen daardoor minder goed in staat zijn om marktfinanciering via het mechanisme van transparantie aan te trekken (Rajan en Zingales, 2002).

Ten derde biedt diversificatie alleen mogelijkheden als een onderneming ook voldoende projecten heeft. Kleinere bedrijven beschikken veelal over minder projecten die daarvoor geschikt kunnen zijn, bijvoorbeeld omdat ze gespecialiseerd zijn in een specifiek product en/of specifieke productieketen. Kleine bedrijven zullen dus veelal minder mogelijkheden hebben om te diversifiëren. In het algemeen zal diversificatie als mechanisme om marktfinanciering te verkrijgen voor kleine bedrijven dus minder goed werken.

Tot slot kan een hold-upprobleem spelen (Hart en Moore, 1994; Laffont en Martimort, 2009). Bij kleine bedrijven is het succes van de onderneming vaker dan bij grote ondernemingen afhankelijk van de specifieke vaardigheden van één persoon. Op zo'n moment ontstaat een hold-upprobleem. Als het bedrijf eenmaal zijn financiering rond heeft, heeft de ondernemer een prikkel om te heronderhandelen over de voorwaarden van financiering. Immers, zonder diens specifieke vaardigheden is het project niks waard. Een tweede bron van hold-upproblemen zit in de informatie die nodig is om het risico en rendement van de investering te beoordelen. Vrijgeven van deze informatie door de ondernemer vermindert de waarde van zijn onderneming. Immers, iemand anders zou nu een vergelijkbaar iets kunnen starten. Zonder informatie prijs te geven wordt er niet geïnvesteerd. Kleinere bedrijven beschikken niet over de infrastructuur om bedrijfsgevoelige informatie te beschermen.

2.2 Voor- en nadelen van markt- en bankgeoriënteerde financiering¹⁴

In overwegend bankgeoriënteerde economieën spelen banken de hoofdrol in het intermediaatieproces tussen de financiële markten en niet-financiële vennootschappen. In voornamelijk marktgeoriënteerde economieën ontvangen bedrijven direct kapitaal van de financiële markt, bijvoorbeeld door de uitgifte van obligaties of van aandelen, of via private equity. Wat zijn nu de voor en nadelen van beide systemen? Tabel 2.1 zet deze op een rij. Hieronder bespreken we achtereenvolgens de voor- en nadelen van bankgeoriënteerde en marktgeoriënteerde systemen.

Tabel 2.1 Voor- en nadelen marktstructuren

	Marktgebaseerd systeem	Bankgebaseerd systeem
Voordelen	<ul style="list-style-type: none"> Marktinformatie over bedrijven vaak informatiever Efficiëntere allocatie van kapitaal Alternatieve financieringsmogelijkheden bij problemen in de bankensector Stabieler tijdens financiële crisis Makkelijker financiering voor risicovolle start-ups 	<ul style="list-style-type: none"> Langetermijnrelaties maken <i>creditsmoothing</i> mogelijk Minder eigen vermogen bij investeringen Stabieler tijdens normale recessie Makkelijker financiering voor stabiele middelgrote bedrijven met verpandbare bezittingen
Nadelen	<ul style="list-style-type: none"> Financiering voor bedrijven met weinig eigen vermogen en onderpand moeilijker Verminderde langetermijnfocus Financiering kleine bedrijven lastig vanwege hoge kosten toegang tot markt 	<ul style="list-style-type: none"> Markt kent waarde bedrijven minder goed Te grote bancaire sector remt groei Risico op evergreening van leningen Financiering kleine bedrijven lastig vanwege hoge kosten leningen voor banken

Voordelen van bankgeoriënteerde systemen

Bankgeoriënteerde systemen hebben het voordeel van het mogelijk maken van *creditsmoothing* als gevolg van langetermijnrelaties. Dit werkt als volgt. Banken kunnen de risico's van verschillende kredieten aan hetzelfde bedrijf verspreiden over de tijd. Bij een langetermijnrelatie ontstaat een lokale informatiemonopolie van een bank, waardoor de bank goedkopere kredieten kan uitgeven als een bedrijf financieel verzwakt is. Als het bedrijf financieel weer in een betere positie is kan de bank de prijs voor leningen verhogen. Op deze manier spreidt de bank het risico van verschillende kredieten over de tijd (Mayer, 1988; Petersen en Rajan, 1995). Daarnaast hebben bedrijven die een sterke relatie met hun bank hebben, een grotere kans om kredieten te verkrijgen in periode(n) van economische krimp. Empirische studies bevestigen dit. Beck et al. (2014) laten met data uit 21 landen zien dat bedrijven met lokale bankfinanciering in tijden van een economisch krimp minder kredietrantsoenering ervaren dan bedrijven zonder lokale bank financiering.

Een tweede voordeel van bankgebaseerde systemen is dat bedrijven minder eigen vermogen nodig hebben om investeringen te realiseren. Ook bedrijven met weinig eigen vermogen kunnen in een meer bankgefinancierd systeem winstgevende investeringen van de grond te krijgen.

De reactie van een economie op verschillende economische neergangen hangt af van de structuur van het financiële systeem. Gamborta et al. (2014) vergelijken 24 landen in de periode van 1960-2013. Tabel 2.2 laat hun twee hoofdresultaten zien. Ze vinden dat bankgebaseerde

¹⁴ Deze deel is gebaseerd op Rajan en Zingales (2002).

economische systemen een lager bbp-verlies hebben tijdens ‘normale’ recessies, een derde voordeel van bankgebaseerde economieën. Gaat de recessie echter gepaard met een financiële crisis dan hebben dat bankgebaseerde economieën een drie keer zo sterk reële bbp-verlies dan marktgebaseerde economieën.

Tabel 2.2 Normale versus financiële crises en de structuur van de financiële sector

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Financiële structuur	Observaties	Totaal reëel bbp-verlies (4) + (5)	Reëel bbp-verlies tijdens recessie	Reëel bbp-verlies tijdens herstel
Alle recessies	Bankgebaseerd	40	4.33	3.73	0.60
	Marktgebaseerd	31	3.73	3.92	-0.19
Geen financiële crisis	Bankgebaseerd	26	-0.09	1.70	-1.79
	Marktgebaseerd	16	3.24	3.60	-0.36
Financiële crisis	Bankgebaseerd	14	12.54	7.51	5.03
	Marktgebaseerd	15	4.24	4.25	-0.01

Bron: Gambacorta et al. (2014).

Nadelen bank georiënteerde systemen

Bankgeoriënteerde systemen kennen ook een aantal nadelen. Ten eerste weerspiegelen prijzen voor krediet in bankgedomineerde systemen minder goed de waarde van bedrijven waaraan banken deze kredieten verstrekken. Het achterliggende idee is dat financiering in bankgeoriënteerde economieën vaak minder competitief is dan in marktgebaseerde economieën. Hierdoor zullen banken hun prijzen van leningen niet, of minder snel, aanpassen aan de werkelijke financiële situatie van een bedrijf. Markten daarentegen kunnen een beter signaal afgeven door bijvoorbeeld de financiering terug te trekken. Op die manier maken markten het investeringsgedrag van ondernemingen efficiënter. Dat dit mechanisme zich voordoet, blijkt uit empirisch onderzoek. Hoshi et al. (1991) vinden dat het investeringsgedrag van bedrijven met bankfinanciering minder gevoelig is voor hun liquiditeitspositie dan het investeringsgedrag van bedrijven met marktfinanciering.

Een hiermee samenhangend nadeel betreft het risico op ‘evergreening’. Van evergreening is sprake als banken leningen blijven doorrollen aan bedrijven die eigenlijk niet meer levensvatbaar zijn, om zo afschrijving op deze kredieten te voorkomen. Omdat markten vanwege de lagere transparantie niet kunnen inschatten hoe risicovol leningen zijn, kunnen banken deze strategie hanteren. Evergreening van verlieslatende leningen door banken speelde bij het zogeheten lost-decade in Japan (Hoshi en Kasyap, 2004; Cabalero et al., 2008).

Een ander mogelijk nadeel van een sterk bankgeoriënteerde economie is dat het samengaat met, qua omvang, grote banken. Daarbij worden die banken zo belangrijk voor de economie dat omvallen bijzonder kostbaar is. De too-big-to-failsubsidies die hier het gevolg van zijn, verstoren de prikkels van banken om risico's te nemen. Wat is de optimale omvang van de financiële sector vanuit het perspectief van stabiele economische groei? Een recente studie van Cecchetti en Kharroub (2012) vindt een omgekeerde, u-vormige samenhang tussen de grootte en de ontwikkeling van de financiële sector. Deze samenhang geldt voor bankgebaseerde en marktgebaseerde economieën (zie hier ook Cournède et al., 2015). Arcand et al. (2012) vinden dat de grens voor de omvang van de financiële sector waar een positief effect op economische groei omslaat in een negatief effect ergens tussen de 80 en 100 procent van het bbp ligt:

daarboven wordt de financiële sector 'te groot' voor economische groei. Deze studies geven een eerste indicatie van de trade-off en optimale omvang. Voor hardere uitspraken is echter meer onderzoek nodig, gezien de moeizame identificatiestrategieën van deze papers.

Naast de eerder genoemde nadelen is de belangenverstrengeling tussen toezichthouders en de bancaire sector ook een mogelijk nadeel van sterk bankgeoriënteerde systemen. Belangenverstrengeling is een vorm van overheidsfalen. In de literatuur wordt dit vaak *regulatory capture* genoemd. Economische theorie voorspelt dat elke industrie met voldoende macht onder andere probeert markttoetreding te beperken (Stigler, 1971). Industrieën proberen het beleid dat de toezicht van een industrie regelt te beïnvloeden. Dat gebeurt op politiek niveau en op het niveau van toezichthouders. Laffont (1999) benadrukt dat *regulatory capture* vooral kan optreden als er aan twee voorwaarden voldaan is. Ten eerste moet een industrie homogeen en goed georganiseerd zijn. Ten tweede moet het moeilijk zijn om toezicht te houden in een industrie. Dit kan voorkomen vanwege de complexe producten in de industrie of omdat toezichthouders niet beschikken over alle noodzakelijke informatie in de industrie. Er is dan sprake van asymmetrische informatie. In veel landen zijn deze voorwaarden vervuld door de bancaire sectoren (zie hier ook [CPB, 2015](#); [CPB 2011](#)).

Monnet et al. (2014) geven aan dat Europese landen met sterk bankgebaseerde financiële systemen een grotere kans maken om door banken beïnvloed te worden dan in de VS. Veltrop en De Haan (2014) hebben een enquête onder toezichthouders in Nederland uitgevoerd. Hun resultaten laten een relatie tussen de sociale identificatie met de financiële sector van de toezichthouders en hun prestatie zien. *Regulatory capture* wordt onder meer uitgevoerd via lobbyisme. Het regulatief raamwerk voor banken wordt door lobbywerk aangepast aan de interesses van banken. In de VS worden de uitgaven voor lobbyisme en contributies voor verkiezingscampagnes in de jaren 1999 tot met 2008 op 3,7 miljard dollar geschat (Monnet et al. 2014). Een recente empirische studie over banken uit de VS toont aan dat lobbyende banken een voorkeursbehandeling door de toezichthouders ervaren (Lambert, 2015). Igan et al. (2012) onderzoeken de relatie tussen lobbyisme en loan-performance voor en na de financiële crisis voor bankiers in de VS. Hun resultaten tonen aan dat er een positief verband bestaat tussen lobbyisme en het nemen van risico voor de crisis en een slechtere performance van leningen na de crisis.

Voordelen markt georiënteerde systemen

In een marktgeoriënteerd systeem genereren markten meer informatie over de risico's en winstgevendheid van bezittingen. Daardoor kunnen investeerders makkelijker hun risico's spreiden over investeringen en zijn ze hiervoor niet afhankelijk van banken. Dit maakt in een land met een meer marktgeoriënteerd financieel systeem ook makkelijker voor kleine bedrijven om geld op te halen via niet-bancaire financieringskanalen. Door te investeren in bundels van bedrijven kunnen financiers immers hun blootstelling aan bedrijfsspecifieke risico's verminderen.

Een ander voordeel van meer marktfinanciering is dat de aanwezigheid van marktfinanciering een buffer vormt die schokken in het bancaire systeem op kan vangen. Op het moment dat banken in de problemen komen heeft een deel van de bedrijven in ieder geval nog de mogelijkheid om zich via alternatieve kanalen te financieren.

Tot slot is een voordeel van meer marktfinanciering dat een crisis veel minder snel tot debt-overhang leidt. Dit komt doordat in een marktgeoriënteerd systeem aandeelachtige financiering (equity) een relatief grotere rol heeft. Equity daalt automatisch in waarde als het risico op faillissement toeneemt, terwijl schuld actief afgeschreven moet worden. Iemand moet dan zijn verlies nemen en dat proberen marktpartijen koste wat het kost te voorkomen. Herstructurering wordt dan uitgesteld of er ontstaat een run, omdat kortlopende schuldfinanciering wordt stopgezet.

Echter, in sommige hele dynamische sectoren (bijvoorbeeld hightech industrie) moeten kleine bedrijven substantiële investeringen doen binnen een korte tijdvak om verder te groeien. Deze periode is vaak niet lang genoeg om een investeerdersrelatie op te bouwen met een bank. Om die reden zou financiering door eigen vermogen via de markt een oplossing voor dit probleem kunnen zijn (zie bijvoorbeeld Carpenter en Peterson (2002) en Bertoni et al. (2011) voor empirisch bewijs). Landen met een marktgeoriënteerd systeem kunnen dus een voordeel in de productie van hightech goederen hebben.

Nadelen marktgeoriënteerde systemen

Een meer marktgeoriënteerd systeem maakt het voor kleine bedrijven lastiger om financiering te krijgen, vanwege de redenen die eerder naar voren kwamen: zij hebben niet genoeg activa als zekerheidstelling, transparantie is relatief duur, diversificatie is minder makkelijk en hold-upproblemen zijn groter.

Een ander potentieel nadeel heeft te maken met de soms meer kortetermijn-aard van marktfinanciering. Empirische studies die proberen na te gaan in welke mate markten efficiënt zijn, vinden dat markten te weinig gewicht toekennen aan toekomstig verwachte dividenden en rendementen (Cuthbertson et al., 1997; Black and Fraser, 2002; Davies et al., 2014). Het gevolg van de focus op de korte termijn is dat de beloningsstructuren van managers van bedrijven zo worden vormgegeven dat ze prikkels hebben om zich te richten op winsten op korte termijn, ten koste van investeringen op de lange termijn (Bolton et al., 2005).

Weinig bewijs dat het ene systeem beter is dan de andere op de lange termijn

Ondanks de hierboven geschetste voor- en nadelen van verschillende financieringsvormen, laat de empirie geen overtuigend verschil zien in lange termijn economische groei tussen meer bankgebaseerde en meer marktgebaseerde economieën. Diverse overzichtsstudies laten in het midden of bankgebaseerde, dan wel marktgebaseerde financiële systemen tot meer economische groei op de lange termijn leiden (Beck en Levine, 2004; Demirguc-Kunt en Levine; 2001; Levine, 2002). Een algemene consensus uit de literatuur is wel dat een goed ontwikkeld financieel systeem een noodzakelijke voorwaarde is voor economische groei, maar een dergelijk systeem kan meerdere vormen aannemen. Een interpretatie is dat bank- en marktfinanciering complementair zijn (Song en Thakor, 2010). Het lijkt erop dat er meerdere evenwichten bestaan: economieën kunnen stabiele financieringsstructuren ontwikkelen die zowel meer marktgebaseerd als meer bankgebaseerd zijn, zonder dat dit een significante impact heeft op de langetermijngroei.

De prestatie van elke systeem hangt mogelijk ook af van de actuele staat van ontwikkeling en de institutionele omgeving. In een land met veel informatie-asymmetrie, sterke fragmentatie en veel kleine bedrijven lijken bankgebaseerde systemen een comparatief voordeel te hebben.

Echter, als bedrijven groot zijn, informatieasymmetrie laag is (bijvoorbeeld door hoge transparantie) en innovatie meer revolutionair is, lijken marktgebaseerde systemen beter te presteren (zie Sah en Stiglitz, 1986; Rajan en Zingales, 2002).

Vershil in de bedrijfskarakteristieken in bank en marktgeoriënteerde systemen

In de loop der tijd is er veel empirische studie gedaan naar de relatie tussen de structuur van de financiële sector en de karakteristieken van een bedrijf. Marktfinanciering lijkt sneller innovatie te ondersteunen. Er is een aantal papers die dit ondersteunt. Zo heeft Atanassov (2015) gekeken naar data uit de Verenigde Staten en daaruit blijkt dat bedrijven met meer marktfinanciering meer innoveren en ook hogere kwaliteit afleveren wanneer gekeken wordt naar patenten. Een mogelijke reden is dat bedrijven die marktgeoriënteerd lenen, een grotere flexibiliteit hebben op het gebied van experimenteren. Brown et al. (2013) vinden dat een marktgebaseerde structuur leidt tot meer innovatie, en dan vooral bij de kleinere en jongere bedrijven. Cornaggia et al. (2015) kijken vooral naar concurrentie van banken en concluderen dat concurrentie van banken tot minder innovatie bij publieke bedrijven leidt. Private bedrijven die afhankelijk zijn van externe financiering zullen juist meer innoveren.

Bedrijven met lage kredietwaardigheid en met een hoge ratio van vaste activa lijken eerder bankgeoriënteerd te lenen. Een paper die deze observatie ondersteunt komt van Denis en Mihov (2003). Uit een steekproef van 1560 financieringen blijkt dat de belangrijkste determinant om te kiezen voor bankgebaseerd of marktgebaseerd lenen de kredietwaardigheid van een bedrijf is. Bedrijven met een lage kredietwaardigheid lenen eerder van non-bancaire private kredietverstrekkers. Banken verstrekken vooral leningen aan bedrijven met een gemiddelde kredietwaardigheid, terwijl dit in het geval van bedrijven met een hoge kredietwaardigheid publieke bronnen zijn. Rauh en Sufi (2010) voegen hieraan toe dat bedrijven met een lage kredietwaardigheid ten opzichte van bedrijven met een hoge kredietwaardigheid relatief vaker lenen bij meerdere bronnen, zowel banken als non-bancaire partijen. Tevens ondersteunen zij de observatie dat bedrijven meer gewaarborgde leningen van een bank hebben naarmate de kredietwaardigheid vermindert.

Uit het onderzoek van Denis en Mihov (2003) blijkt verder dat vooral grote bedrijven met een hoge ratio van vaste activa eerder publiek lenen dan bij banken. Mogelijk komt dit doordat deze grote bedrijven meer informatie publiekelijk beschikbaar stellen, waardoor markten eerder geneigd zijn geld uit te lenen aan deze bedrijven. Denis en Mihov (2003) observeren ook dat bedrijven die lenen van private, non-bancaire partijen het minst winstgevend zijn en de grootste kans op een bankroet hebben in vergelijking met bedrijven die bij banken of publieke partijen lenen.

Concluderend kunnen we stellen dat marktgebaseerde financiële systemen innovatie meer bevorderen dan bankgebaseerde systemen. Bedrijven met een lagere kredietwaardigheid en bedrijven met een lage ratio van vaste activa lijken eerder bankgebaseerd te lenen.

2.3 Conclusie en samenvatting

Asymmetrische informatie veroorzaakt problemen die de financieringsmogelijkheden van bedrijven beperken. We identificeren vijf mechanismen die het potentiële marktfalen door asymmetrische informatie helpt te voorkomen. Sommige van deze mechanismen werken minder goed voor kleine bedrijven, waardoor deze sneller afhankelijk zijn van banken.

Bij de vraag naar de optimale structuur van de financiële markten in een land (de balans tussen marktgebaseerde en bankgebaseerde financiële markten) is van belang dat de structuur van financiële markten, zowel een oorzaak als een gevolg kan zijn van de structuur van de reële economie. De vraag is hier dus: wat bepaalt wat. Ontstaat een bankgebaseerd (marktgebaseerd) systeem, omdat de reële economie er op een bepaalde manier uitziet, of is het andersom? We laten die vraag open voor verder onderzoek.

3 Financieringsstructuur Nederlandse bedrijven

In dit hoofdstuk beschrijven we de financiële structuur van Nederland. We onderscheiden traditionele financieringsvormen en alternatieven die in opkomst zijn. Van die laatste categorie is data helaas in beperkte mate beschikbaar. Dit hoofdstuk begint met een overzicht van externe financieringsvormen die bedrijven tot hun beschikking hebben. Vervolgens beschrijven we de ontwikkeling van de traditionele financieringsvormen en de ontwikkeling van alternatieve financieringsbronnen die Nederlandse bedrijven gebruiken.

3.1 Externe financieringsvormen

De meeste ondernemingen financieren zich zowel met eigen als met vreemd vermogen. Ze gaan daarbij op zoek naar een optimale vermogensstructuur, bestaande uit eigen vermogen, hybride of mezzanine vermogen en vreemd vermogen, die de laagste vermogenskosten met zich meebrengt. De moderne financieringstheorie, de pecking-ordertheorie (Myers en Maljuf, 1984), stelt dat ondernemingen een rangorde in hun financiering nastreven bij het aantrekken van additioneel kapitaal. Informatieproblemen maken ondernemingen huiverig om extern eigen vermogen uit te geven, en als gevolg daarvan geven ondernemingen de voorkeur aan minder informatiegevoelige vormen van financiering. In de eerste plaats zullen bedrijven zich willen financieren met ingehouden winst. Pas daarna wordt externe financiering overwogen, waarbij schuldfinanciering de voorkeur krijgt boven de uitgifte van aandelen.¹⁵

Tabel 3.1 geeft een overzicht van de typen externe financieringsbronnen die ondernemingen kunnen gebruiken om zich te financieren. De instrumenten in tabel 3.1 zijn gerangschikt langs twee dimensies. De eerste dimensie is het risico-rendement voor de financier, waarbij een

¹⁵ Volgens de pecking-ordertheorie streven bedrijven geen optimale schuldratio na. Hun gedrag wordt in eerste instantie bepaald door hun voorkeur voor de vorm van financiering (intern eigen vermogen, vreemd vermogen en extern eigen vermogen)

verschaffer van vreemd vermogen relatief het minste risico loopt en een verschaffer van eigen vermogen het meeste. De tweede dimensie betreft de liquiditeit van de instrumenten, welke over het algemeen het hoogst is in de publieke markt en het laagst in de private markt.

Tabel 3.1 Indeling externe financieringsvormen bedrijven

		Vreemd vermogen	Mezzanine	Eigen vermogen
Private markt	Traditioneel	<ul style="list-style-type: none"> Onderhandse leningen Ketenfinanciering of reversed factoring 		<ul style="list-style-type: none"> Participatiemaatschappijen (PE en VC) Business angels/Informals
	Opkomend	<ul style="list-style-type: none"> Crowdfunding 		<ul style="list-style-type: none"> Equity Crowdfunding
Intermediair	Traditioneel	<ul style="list-style-type: none"> Bankfinanciering Asset based financiering (Lease en factoring) 	<ul style="list-style-type: none"> Achtergestelde leningen 	
	Opkomend	<ul style="list-style-type: none"> Kredietunies Microkredieten 		
Publieke markt	Traditioneel	<ul style="list-style-type: none"> Schuldpapier 		<ul style="list-style-type: none"> Genoteerde aandelen
	Opkomend	<ul style="list-style-type: none"> Investeringsfondsen 		

Naast winstinhouding kan een bedrijf het eigen vermogen versterken via een aandelenemissie op de publieke markten, meestal een beurs, of via de private markt via een participatiemaatschappij. De laatste is de benaming voor investeerders die buiten de aandelenbeurs om financieel in bedrijven participeren. Veelal is dit risicodragend kapitaal en betreft het een tijdelijk aandeel in het bedrijf. Afhankelijk van de 'rijpheid' van de onderneming waarin kapitaal geïnvesteerd wordt, verdelen we participatiemaatschappijen onder in *venture capital* en *private equity*. *Venture capital* is eigenvermogensfinanciering voor jonge bedrijven (men spreekt van early stage), waaraan een (zeer) hoog risico is verbonden, omdat nog allerm minst vaststaat dat het bedrijf succesvol zal zijn. *Private equity* is de verzamelnaam voor alle vormen van eigenvermogensverschaffing aan niet-beursgenoteerde ondernemingen die meer 'volwassen' zijn en veelal een marktpositie hebben veroverd.

Een bedrijf kan vreemd vermogen rechtstreeks aantrekken via de markt of via een intermediair, zoals een bank. Het belangrijkste onderscheid tussen beide zit in het kredietrisico dat de geldvertrekker loopt. Bij vreemdvermogensverschaffing via een intermediair neemt deze het kredietrisico voor haar rekening en loopt de geldverstrekker alleen het risico van het failliet gaan van de intermediair. Bij rechtstreekse vreemdvermogensverschaffing via de markt draagt de geldverstrekker het kredietrisico zelf.

De traditionele wijze waarlangs bedrijven via de markt vreemd vermogen aantrekken is door de uitgifte van schuldpapier of de afsluiting van een onderhandse lening. Daarnaast zijn alternatieve financieringsbronnen in opkomst, waarvan de bekendste crowdfunding is. Met crowdfunding halen ondernemers geld op bij een groep investeerders of donateurs via een zogenaamd 'crowdfunding platform', zonder tussenkomst van intermediairs.

De traditionele financieringsvormen via het intermediair kanaal zijn bankfinanciering en asset-based financiering. Recent opkomende alternatieven zijn kredietunies en microkredieten. Kredietunies lijken veel op banken; ze trekken geld aan van spaarders en verlenen kredieten. Ze verschillen van banken, doordat kredietunies coöperatieve financiële instellingen zijn die alleen diensten verrichten aan leden. Microkredieten zijn kleine leningen bedoeld voor starters, of bestaande bedrijven die willen (door)starten en geen lening van de bank kunnen krijgen.

Tot slot kan een onderneming ook hybride vermogen, of mezzanine financiering, aantrekken. Mezzanineleningen zijn achtergestelde leningen. Dit houdt in dat de schuldeiser in geval van faillissement van de onderneming achter de concurrente (gewone) schuldeisers, zoals de Belastingdienst, de banken en de crediteuren, staat, maar nog wel voor de aandeelhouders of vennoten. De financier van een achtergestelde lening loopt daarmee een hoger risico dat hij (een deel van) zijn verstrekte lening niet terugkrijgt. Om dit te compenseren zal de financier voor de achtergestelde lening een hogere rente vragen. Door het risicodragende karakter van een achtergestelde lening rekent men deze leningsvorm in sommige gevallen tot het eigen vermogen van de onderneming.

3.2 Ontwikkeling financieringsstructuur Nederlandse bedrijven

Nederlandse bedrijven gebruiken meestal de traditionele financieringsvormen voor externe financiering. We brengen in deze sectie de ontwikkeling van de financieringsbronnen van Nederlandse bedrijven in kaart. Waar mogelijk onderscheiden we het mkb.

Bankfinanciering

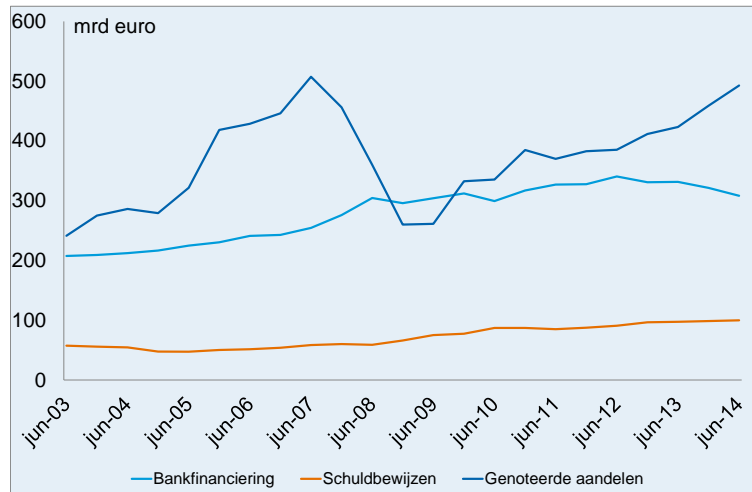
Qua uitstaand volume is bancair krediet de op een na grootste financieringsbron van Nederlandse niet-financiële bedrijven, zie figuur 3.1. Ongeveer 40% van de totale kredietverlening aan bedrijven is aan het mkb ([DNB, 2014](#)). De laatste twee jaar krimpt het volume van bancaire kredietverlening in Nederland. Twee oorzaken liggen hieraan ten grondslag. Ten eerste spelen vraageffecten. Als gevolg van de afgenomen binnenlandse vraag en de lage groeiverwachtingen hebben bedrijven minder behoefte aan (uitbreidings)investeringen. Ten tweede spelen aanbodeffecten, waardoor bedrijven minder toegang tot bancair krediet hebben. Banken scherpen kredietvoorwaarden aan vanwege de toegenomen onzekerheid.

Eigen middelen en bankfinanciering zijn nog altijd veruit de meest gebruikte externe financieringsbronnen door het mkb ([ING, 2013](#)). De teruglopende bancaire kredietverlening staat reeds geruimere tijd onder druk en is het afgelopen jaar uitgebreid onderwerp van discussie geweest (Harmsen en Nagel, 2014; DNB, 2014; De Winter, 2014; McKinsey, 2014; Van Beers et al., 2015). Uit deze onderzoeken blijkt dat zowel vraag- als aanbodeffecten hierbij een rol spelen. Van Beers et al. (2015) vinden dat ongeveer 12 procent van de omzetsdaling van bedrijven die het meest afhankelijk zijn van externe financiering toe te schrijven is aan aanbodfactoren. De Winter (2014) rapporteert dat kredietaanvragen vooral geconcentreerd zijn bij financieel verzwakte mkb-bedrijven. Harmsen en Nagel (2014) zetten een aantal bewijzen op een rij waaruit blijkt dat vooral vraageffecten een rol spelen. De verzwakte financiële positie van het mkb speelt daarbij een belangrijke rol.

De financiële positie van het mkb verslechterde de afgelopen jaren als gevolg van een terugval van de binnenlandse vraag. In Nederland daalde tussen 2008 en 2012 de consumptie van

huishoudens en ontwikkelde de binnenlandse vraag zich zwak. Slechts acht procent van de Nederlandse mkb-bedrijven exporteert, waardoor het Nederlandse mkb structureel afhankelijk is van de ontwikkeling van de binnenlandse vraag. Vooral bedrijven in de bouwnijverheid, horeca en detailhandel zijn sterk afhankelijk van de binnenlandse vraag. Daarnaast verslechterde de financiële positie van bedrijven in deze sectoren meer dan die van bedrijven actief in andere sectoren. Binnen het mkb zijn microbedrijven¹⁶ gemiddeld genomen harder getroffen door de crisis. De solvabiliteit, omzetgroei en rentabiliteit verslechterde het meest in de groep met de allerkleinste bedrijven (van Beers et al., 2014).

Figuur 3.1 Ontwikkeling bankfinanciering, schuldbewijzen en genoteerde aandelen



Bron: BIS en ECB.

Ongeveer 85 procent van de mkb-bedrijven met een bankkrediet heeft een lening kleiner dan 250 duizend euro. De kredietverlening in dit segment daalde net ongeveer 14 procent tussen 2010 en 2012 (Hebbink et al., 2014). Dit trof dus een grote groep mkb-bedrijven (DNB, 2014).

Kapitaalmarktfinanciering: aandelen en bedrijfsobligaties

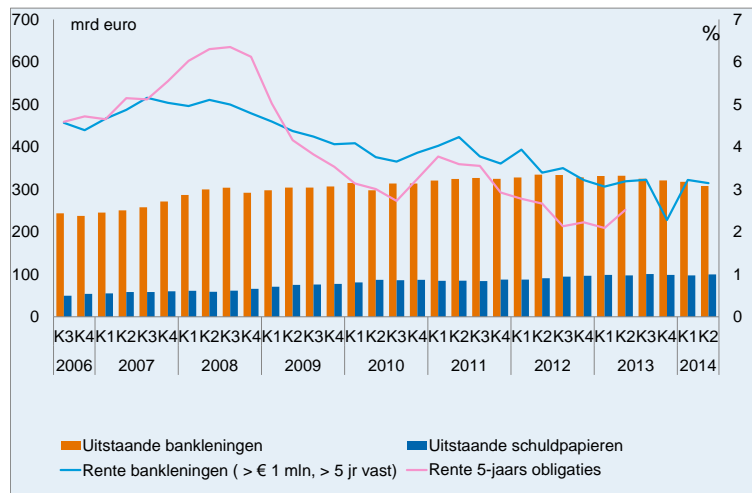
Terwijl het uitstaande volume bancair krediet aan niet-financiële bedrijven sinds medio 2012 krimpt, groeit het uitstaande volume aan schuldbewijzen en genoteerde aandelen, zie figuur 3.1. Sinds medio 2012 groeide het volume genoteerde aandelen met 28 procent en de markt voor schuld papier met 10 procent. Wat verklaart de toegenomen aantrekkelijkheid van bedrijfsobligaties en aandelen als externe financieringsbron?

Vanuit het oogpunt van bedrijven spelen de strengere financieringsvoorwaarden van banken, de historisch lage rente op bedrijfsobligaties en de daardoor relatief hoge rente op bankleningen een rol, zie figuur 3.2. Door de lage rente nemen bedrijfsobligaties in toenemende mate toe als bron voor financiering van het Nederlandse bedrijfsleven. Echter, het aantal bedrijven dat de obligatiemarkt opgaat is zeer beperkt. In de eerste helft van 2013 gingen in totaal acht niet-financiële instellingen de kapitaalmarkt op, tegenover tien bedrijven in zowel 2012 als 2011 (DNB, 2013). Vooral grote Nederlandse bedrijven kiezen vaker voor de kapitaalmarkt ter financiering van hun activiteiten, in plaats van een banklening (DNB, 2013).

¹⁶ Microbedrijven zijn bedrijven met minder dan 10 werknemers en een balanstotaal kleiner dan 2 mln euro.

Voor investeerders speelt mogelijk het huidige investeringsklimaat met een lage rente een rol. Het ruime monetaire beleid van de ECB, met langdurig lage beleidsrentes, draagt bij aan een grotere risicobereidheid onder banken, verzekeraars, en pensioenfondsen, welke bepaalde rendementsdoelstellingen nastreven (DNB, 2014). De vraag naar aandelen en high-yield bedrijfsobligaties stijgt, waarna het aanbod van dergelijke financieringsinstrumenten waarschijnlijk volgt (SEC, 2013).

Figuur 3.2 Rente op bankleningen en schuldinstrumenten in Nederland



Bron: DNB.

In dezelfde periode nam de omvang van de Nederlandse aandelenmarkt in Nederland sterk toe. Opvallend daarbij is de dalende trend van het aantal noteringen aan de Amsterdamse beurs, zie tabel 3.2. Met het vertrek van kleinere beursgenoteerde ondernemingen, verschuift in de huidige markt de nadruk naar grotere, multinationale ondernemingen.

De introductie van de MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) in 2007 verklaart mogelijk de afname van het aantal kleine beursgenoteerde ondernemingen. De MiFID had onder meer tot doel de concurrentie tussen beurzen te vergroten door nieuwe toetreders toe te laten en de concentratiereguleer af te schaffen. In het pre-MiFID stadium verplichtte deze regel dat alle orders van de kleinere investeerder via de centrale gereguleerde markt dienden uitgevoerd te worden. Dit beperkte de competitie voor de bestaande gereguleerde markten. Het blijkt dat na de introductie van de MiFID de concurrentie tussen handelsplaatsen inderdaad intensiever is geworden voor de grote aandelenfondsen. De liquiditeit in deze fondsen is verbeterd, ten koste van de liquiditeit in kleinere fondsen (Degrijse et al., 2011).

Tabel 3.2 Aantal beursnoteringen Euronext Amsterdam

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Euronext Amsterdam	160	150	143	137	132	119	116	108	103	100	91
Nederlandse bedrijven op buitenlandse beurs	28	30	34	49	61	39	61	66	62	47	47

Bron: Bootsma en Hijink (2014).

Sinds enkele jaren zijn er initiatieven opgericht om de toegang tot de kapitaalmarkten voor kleinere bedrijven te vergemakkelijken. Euronext richtte in 2006 Alternext op: een markt voor bedrijven met een minimale kapitaalbehoefte van 250 duizend euro, en minder strenge regels en toetredingscriteria. Bedrijven genoteerd aan Alternext zijn bijvoorbeeld niet verplicht te rapporteren via de IFRS-normen.¹⁷ Alternext maakt daarmee geen deel uit van de gereglementeerde markt Euronext. Aan het Nederlandse deel van Alternext verkregen in acht jaar tijd slechts vier bedrijven een notering. Euronext heeft aangekondigd Alternext Amsterdam uiterlijk december 2015 te sluiten.¹⁸ Het Franse deel van Alternext blijkt wel succesvol. Een mogelijke verklaring hiervoor zijn de fiscale voordelen voor Franse beleggers die investeren in kleinere bedrijven ([Europese Commissie, 2008](#)).

In 2013 heeft Euronext het mkb-platform Enternext gelanceerd, wat, in tegenstelling tot Alternext, wel onderdeel uitmaakt van de gereglementeerde markt Euronext. Het platform richt zich op zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde bedrijven met een marktkapitalisatie tot 1 miljard euro (B- en C-segment van Euronext¹⁹). Voor niet-beursgenoteerde mkb-bedrijven biedt Enternext de mogelijkheid tot de uitgifte van specifieke financieringsinstrumenten voor het mkb, zoals bedrijfsobligaties. Wederom lijkt de beurs in Frankrijk succesvol: 36 van de 57 IPOs in het eerste bestaansjaar vonden plaats op Enternext Parijs.²⁰ Over het succes van Enternext in Nederland is weinig bekend. Op de Amsterdamse beurs hebben op dit moment 65 bedrijven een beursnotering in het B- en C- segment van Euronext of Alternext.²¹

Participatiemaatschappijen: PE en VC investeringen

Figuur 3.4 geeft de ontwikkeling van de investeringen van zowel nationale als internationale participatiemaatschappijen in het Nederlandse bedrijfsleven weer. De financiële crisis beïnvloedde het volume van investeringen door participatiemaatschappijen, zoals de sterke daling in 2009 laat zien. De Nederlandse vereniging van participatiemaatschappijen (NVP) schrijft dit toe aan een daling van het aantal beschikbare transacties, de beperkte beschikbaarheid van bankfinanciering en een daling van het aantal grote buyouts ([NVP](#)). In 2012 en 2013 daalden de investeringen door Nederlandse participatiemaatschappijen. In 2014 zijn de investeringen tot het hoogste niveau sinds 2007 gestegen.

Ook de fondswerving van participatiemaatschappijen loopt terug (zie figuur 3.4 links). Een toegenomen risicoperceptie en de strengere regelgeving, als gevolg van de financiële crisis, hebben de afgelopen jaren geleid tot een structureel lager aandeel bankfinanciering in de fondsen van participatiemaatschappijen. Ook Nederlandse pensioenfondsen hebben de afgelopen jaren weinig belegd in participatiemaatschappijen (zie figuur 3.4 rechts). Tot slot kwamen participatiemaatschappijen zelf onder toezicht via de Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)²², wat de investeringen van PE en VC mogelijk heeft beïnvloed. Dankzij een aantal overnames van grote bedrijven door internationale

¹⁷ Zie deze informatie van [Enternext \(2015a\)](#).

¹⁸ Zie [dit persbericht \(NYSE, 2014\)](#) van NYSE en [dit persbericht \(Euronext, 2014a\)](#) van Euronext.

¹⁹ Elk bedrijf wordt bij beursnotering ingedeeld in een van de drie segmenten op basis van marktkapitalisatie. Segment A bevat bedrijven met een marktkapitalisatie groter dan 1 mrd euro, segment B bedrijven met een kapitalisatie tussen de 150 mln en 1 mrd euro en segment C bedrijven met een kapitalisatie kleiner dan 150 mln euro.

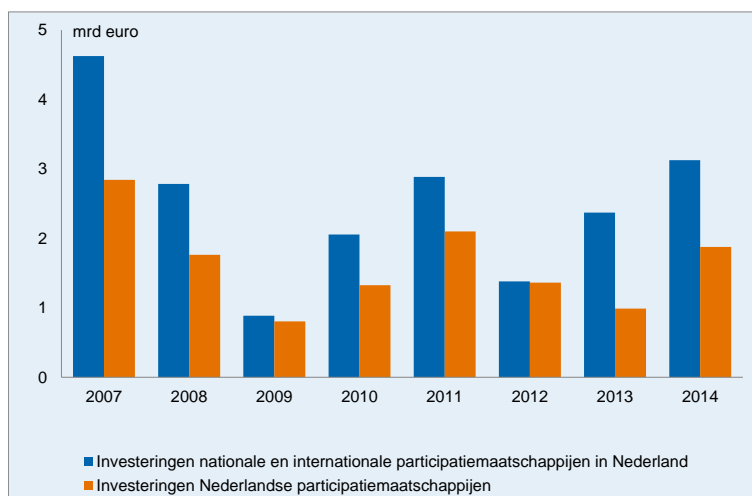
²⁰ Zie [dit persbericht](#) van Euronext (Euronext, 2014b).

²¹ Bron: <https://www.enternext.biz/en/enternext/a-propos-d-enternext/faq> (Enternext, 2015b)

²² De AIFM-richtlijn is een Europese richtlijn die geharmoniseerde regels heeft geïntroduceerd waaraan beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen sinds 22 juli 2013 moeten voldoen.

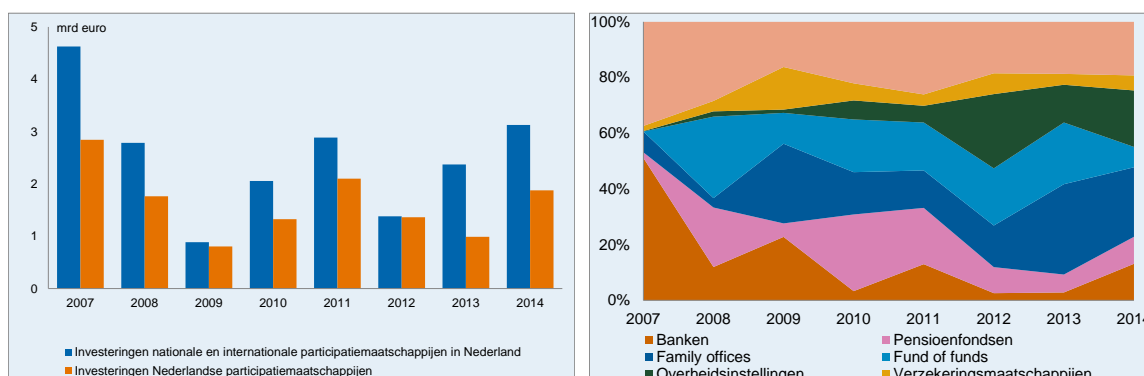
participatiemaatschappijen is de totale omvang investeringen in 2014 toch toegenomen ten opzichte van het voorgaande jaar ([NVP, 2015](#)).

Figuur 3.3 Investeringen participatiemaatschappijen



Bron: [EVCA/ NVP](#)

Figuur 3.4 Fondswerving Nederlandse participatiemaatschappijen (links) en Fondswerving uitgesplitst naar financieringsbron (rechts)



Bron: [EVCA/ NVP](#)

Participatiemaatschappijen blijken een belangrijke financier van kleinere bedrijven te zijn, en zijn na bankfinanciering zelfs de belangrijkste bron van financiering voor het Nederlandse mkb. Ruim 80 procent van de investeringen van Nederlandse participatiemaatschappijen zijn kleiner dan 5 mln euro (zie tabel 3.3). De VC- en PE-investeringen aan mkb-bedrijven zijn met name in het segment mkb'ers met een omzet van rond de 2,5 mln euro ([NVP, 2014](#)). In 2013 werd ruim 90 procent van het totaal geïnvesteerd in mkb-bedrijven, waarvan 17 procent bestond uit VC aan jonge bedrijven.²³

²³ In totaal werd er 988,8 mln euro geïnvesteerd door Nederlandse participatiemaatschappijen. 90,8 procent hiervan bestond uit investeringen kleiner dan 5 mln euro (897,9 mln euro). In totaal werd er 149,86 mln euro aan VC-investeringen gedaan, wat gelijk is aan 17 procent van 897,96 mln euro.

Tabel 3.3 Investerings Nederlandse participatiemaatschappijen

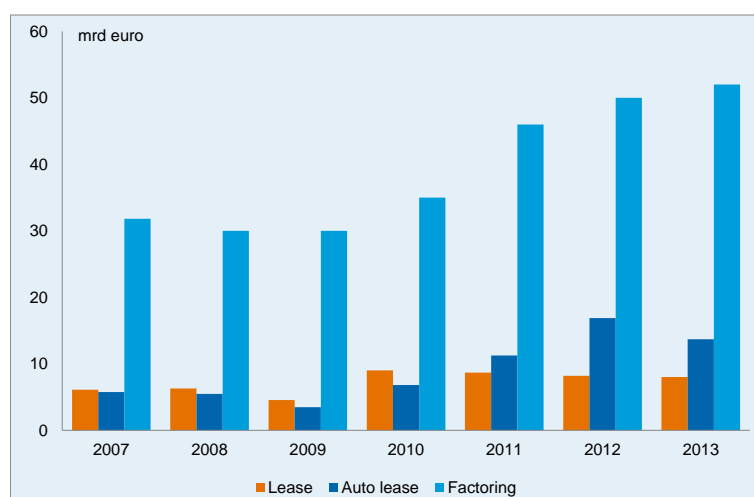
Omvang investeringen	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<1 miljoen euro	66,7%	66,7%	60,8%	65,1%	65,9%	66,9 %
1-5 miljoen euro	25,1%	22,0%	23,7%	21,9%	24,9%	21,9%
>5 miljoen euro	8,2%	11,3%	15,5%	13,0%	9,2%	11,2%

Bron: [NVP 2015](#)

Asset-based financiering: leasing en factoring

Asset-based financiering is gekoppeld aan bepaalde bedrijfsactiva. Bedrijven gebruiken deze financieringsvorm voor de financiering van hun werkkapitaal. Binnen asset-based financiering onderscheiden we leasing en factoring. Bij leasing koopt een financier een kapitaalgoed en stelt deze tegen betaling beschikbaar aan het bedrijf. Factoring is de verkoop, of verpanding, van (een deel van) de debiteurenportefeuille van een bedrijf aan een factormaatschappij, in ruil voor directe uitbetaling van (een deel van) de waarde van de uitstaande vorderingen.

Hoewel bedrijven in Nederland relatief weinig gebruik maken van asset-based financiering, neemt het belang van dit financieringsinstrument toe. Bedrijven willen in de huidige financieringsklimaat in steeds grotere mate hun werkkapitaal ontzien. In figuur 3.5 zien we dan ook een stijging van de uitstaande bedragen met betrekking tot leasing en factoring sinds 2009. Uit een enquête van [Panteia \(2013\)](#) onder het Nederlandse mkb volgt dat in 2011-2012 ongeveer 45 procent van het mkb auto-lease gebruikt, 25 procent lease gebruikt voor de financiering van bedrijfsmiddelen en 7 procent gebruikt factoring. Voor het kleinbedrijf zijn deze aandelen kleiner. Uit een enquête van TNS/NIPO onder het mkb in Nederland blijkt dat slechts 7 procent van het kleinbedrijf gebruik maakt van lease, tegenover 61 procent van het middenbedrijf ([ING, 2013](#)). Omdat bij factoring veelal ondergrenzen aan de omzet gelden, maken de microbedrijven er nauwelijks gebruik van.

Figuur 3.5 Lease en factoring in Nederland

Bron: FCI en Leaseeurope.

3.3 Alternatieve financieringsvormen

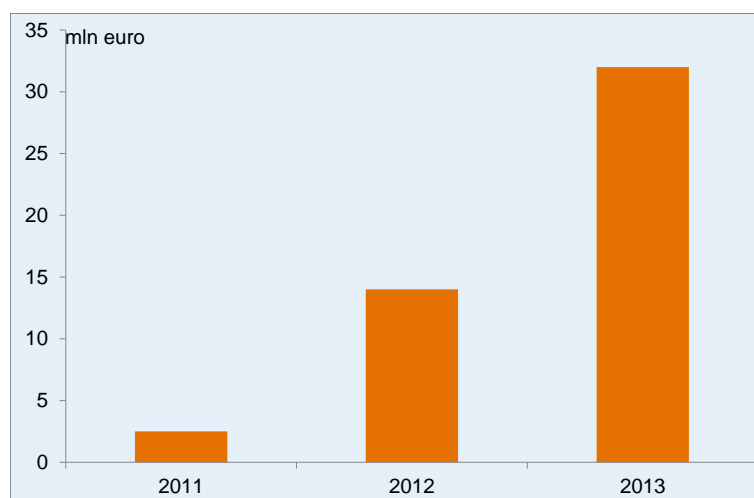
Naast de in de vorige paragraaf genoemde klassieke financieringsbronnen zien we de laatste jaren alternatieve financieringsbronnen ontstaan in de markt, ook ten behoeve van het mkb. Het gaat, onder andere, om crowdfunding, mkb-fondsen en kredietunies.

Crowdfunding

Crowdfunding kan verschillende vormen aannemen. Zo kan crowdfunding plaatsvinden op basis van donaties, in ruil voor niet-financiële vergoedingen, of in ruil voor financiële vergoedingen, die de vorm kunnen krijgen van winstdeling of van een aflossing van de inleg plus rente. Eind 2014 zijn 27 crowdfunding platforms door de AFM gereguleerd.²⁴ De crowdfundingplatforms kunnen sterk verschillen in werkwijze en doelgroep. De investeringen zijn meestal, maar niet altijd, in de vorm van vreemd vermogen. Zo zijn er in Nederland slechts 2 *equity based* platforms op de markt actief. De overige 25 platforms bestaan uit 20 *loan based* ondernemingen-platforms en 5 *loan based* particulieren-platforms.

In 2013 werd in Nederland voor €32 miljoen via crowdfunding opgehaald (zie figuur 3.6), goed voor de financiering van 1250 projecten en ondernemingen.²⁵ Zowel het volume van de financiering als het aantal gefinancierde projecten verdubbelden ten opzichte van 2012.

Figuur 3.6 Ontwikkeling crowdfunding Nederland



Bron: Douw en Koren

Mkb-krediet en mezzanine fondsen

In 2014 zijn verschillende mkb-fondsen opgericht. Deze beleggingsfondsen halen geld op bij particuliere en institutionele investeerders om dit vervolgens te investeren in het mkb in de vorm van aandelen of achtergestelde leningen.²⁶ Deze fondsen verschaffen dus risicodragend vermogen, en zijn in dat opzicht vergelijkbaar met participatiemaatschappijen.

²⁴ Zie <http://www.afm.nl/nl/professionals/registers/alle-huidige-registers/crowdfunding-platform.aspx>, laatst opgeroepen: 9-4-2015

²⁵ Zie <http://www.douwenkoren.nl/>, laatst opgeroepen: 9-4-2015

²⁶ Achtergestelde leningen zijn leningen waarbij de schuldeiser in geval van faillissement zijn geld pas terugkrijgt nadat alle andere schuldeisers zijn betaald. Voor mkb-bedrijven kunnen achtergestelde leningen aantrekkelijk zijn om twee redenen. Ten eerste versterken ze het weerstandsvermogen van de onderneming en vergroten daarmee bancaire financieringsmogelijkheden. Ten tweede hoeft er geen zeggenschap gedeeld te worden met een externe aandeelhouder, zoals bij durfkapitaal wel het geval is. Banken hebben zich teruggetrokken uit de markt voor achtergestelde leningen (Panteia, 2013).

We kunnen een aantal type fondsen onderscheiden:

- Fondsen die op basis van door banken aangedragen bedrijven co-financieren. Het NL Ondernemingsfonds van pensioenfondsen en banken, beheerd door Robeco, is daar een voorbeeld van. Dit fonds, opgericht in januari 2014 mikt op termijn op een omvang van ongeveer één miljard euro, en financiert leningen vanaf ca. 10 miljoen euro.
- Fondsen die zich alleen richten op kredietverlening, en tegelijkertijd een kredietverleningsinfrastructuur hebben. Zo is er bijvoorbeeld het initiatief NEOS, dat beoogt op korte termijn te starten met een fonds van ongeveer 300 miljoen euro voor leningen vanaf 250 duizend tot 2 miljoen euro aan groei-bedrijven, waarbij het fonds met name ongedekte leningen verstrekt. Ook is begin 2014 het mkb-fond verzekeraars van start gegaan, waarbij Nederlandse verzekeraars de intentie hebben uitgesproken om de komende drie jaar 170 miljoen euro te investeren in het mkb. Daarvan is 30 miljoen euro geïnvesteerd in Qredits (microfinanciering), waarmee nog 140 miljoen euro overblijft voor investering in het kleine en middelgrote mkb. Andere voorbeelden van recente fondsen zijn het MKB Fonds, MKBi fondsen en Ondernemend Oranje Kapitaal.²⁷
- Fondsen die zich richten op het verschaffen van achtergestelde financiering, zoals het Delta Lloyd Mezzanine Fonds.²⁸ Het fonds is ongeveer 100 miljoen euro groot, en richt zich op middelgrote bedrijven.

Microkredieten

Kleine en startende bedrijven kunnen gebruik maken van microkredieten. Microkredieten zijn kredieten tot een maximum van 25 duizend euro, verleend aan microbedrijven. Microbedrijven hebben minder dan tien personen in dienst en een omzet van minder dan twee miljoen euro. Hieronder vallen ongeveer 92 procent van de ondernemingen in Europa en Nederland (Kraemer-Eis et al., 2013; OECD, 2015).

Naast het bankwezen verstrekt in Nederland ook Qredits microkredieten aan het kleinbedrijf. Qredits is een in 2008 opgerichte kredietinstelling en verstrekt leningen tot 150 duizend euro aan kleine ondernemingen die door banken zijn afgewezen.²⁹ Qredits is een samenwerkingsverband tussen de overheid en de Nederlandse banken en verzekeraars. De overheid en deze Nederlandse financiële instellingen financieren tevens de kredietportefeuille van Qredits. In januari 2014 is 30 miljoen euro aan Qredits geleend door een consortium van negen verzekeraars. 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 financiering.

Het aantal kredietaanvragen bij Qredits ligt vele malen hoger dan het aantal gehonoreerde aanvragen (Toetsingskader Microkredieten, 2013). Voor bedrijven die in aanmerking komen voor microfinanciering via Qredits is dus sprake van een grote kans op afwijzing. Qredits heeft per 31 maart 2014 voor een bedrag van 83 miljoen euro aan kredieten verstrekt aan bijna 5.000

²⁷ Zie <http://mkb-fonds.nl>, <http://www.mkbfondsen.nl> en <http://www.ondernemendoranjekapitaal.nl/>, laatst opgeroepen: 9-4-2015.

²⁸ Zie <http://www.deltalloydassetmanagement.nl/nl-nl/content/delta-lloyd-mezzanine-fund>, laatst opgeroepen: 9-4-2015

²⁹ Zie <https://qredits.nl>, laatst opgeroepen: 09-04-2015.

ondernemers in het kleinbedrijf. De outstanding (verstrekkingen minus aflossingen) bedraagt per 31 maart 2014 ruim 42 miljoen euro.

Kredietunies

Kredietunies zijn coöperaties waarin ondernemers (geldverschaffers en geldleners) uit een bepaalde branche of regio zijn vertegenwoordigd. Vanuit kredietunies worden kredieten in combinatie met coaching geleverd. Op dit moment is een zeer beperkt bedrag aan kredieten verstrekt. Sinds juli 2014 is de Vereniging van Kredietunies Nederland lid van het World Councils of Credit Unions.

3.4 Conclusie

Bancair krediet is veruit de grootste bron van externe financiering van het Nederlandse mkb. Circa 40% van het uitstaande bedrijfskredieten bij banken is aan het mkb. Eind 2013 staat er voor ongeveer 143 miljard euro aan kredietverlening uit bij het mkb in Nederland. De exacte hoeveelheid kapitaalmarktfinanciering is moeilijk vast te stellen, maar tegelijkertijd zeer beperkt (zie ook ING, 2013).

Nederlandse bedrijven gebruiken traditionele alternatieven voor bankfinanciering, zoals leasing, factoring en participaties, nog relatief weinig. Uitgaande dat mkb'ers voornamelijk investeringen onder de vijf miljoen euro nodig hebben, verschaffen participatiemaatschappijen voor ongeveer 1,9 miljard euro externe financiering aan het Nederlandse mkb. Asset-based financiering blijkt voor kleine bedrijven ook zeer beperkt. Op basis van beschikbare informatie schatten we een volume van ongeveer 3,6 miljard euro aan factoring, en ongeveer vier miljard euro aan lease.

Nieuwe alternatieve vormen van financiering groeien snel, maar met een omvang van enkele honderden miljoenen blijven het vooralsnog nichemarkten, zie ook Treur (2014) en Treur en Smid (2015). Zolang ze niet voldoende schaalgrootte bereiken, blijven ze een aanvulling op bancaire kredietverlening.

4 Financiële structuur Europa en de VS

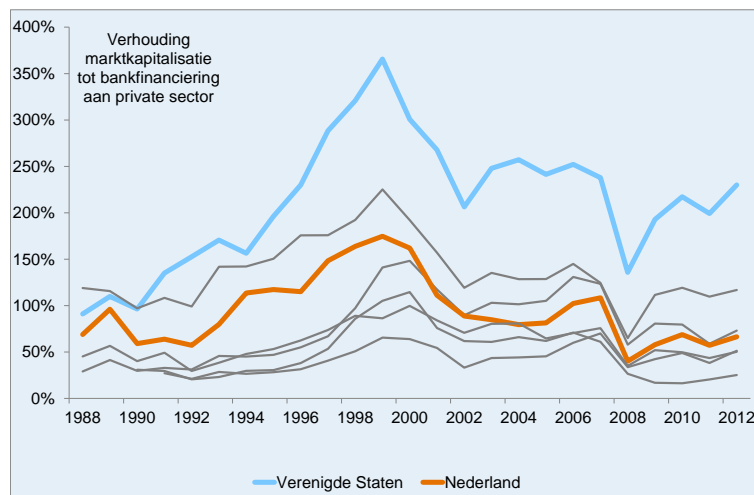
In dit hoofdstuk vergelijken we de financiële structuur van Europa en de Verenigde Staten met die van Nederland. Enigszins gestandaardiseerde internationale data ten aanzien van alternatieve financieringsbronnen is niet, of in sommige gevallen in beperkte mate, beschikbaar. De vergelijking maken we om deze reden alleen voor klassieke financieringsinstrumenten. Dit hoofdstuk begint met een overzicht hoe de financiële structuur zich in Europa en in de Verenigde Staten heeft ontwikkeld.

4.1 Ontwikkeling financiële structuur Europa en de VS

In het huidige financieringslandschap zijn banken in Europa van groter belang voor de financiële intermediatie dan in de Verenigde Staten. Deze tweedeling is niet altijd zo geweest. Het kader 'Hoe de ontwikkeling van kapitaalmarkten in Europa achterbleef ten opzichte van de VS' beschrijft de belangrijkste ontwikkelingen in de VS en Europa die ertoe hebben geleid dat de ontwikkeling van de financiële markten tot het begin van de jaren 80 in Europa sterk achterbleef ten opzichte van de VS. De laatste drie decennia ontwikkelden de kapitaalmarkten zich ook sterk in Europa. Alhoewel Europa het 'gat' met de VS heeft verkleind, blijft er nog steeds een behoorlijk verschil in marktkapitalisatie tussen de VS en Europa.

Om bovenstaande inzichtelijk te maken, illustreert figuur 4.1 de financiële structuur als ratio van de marktkapitalisatie van beursgenoteerde bedrijven en bankfinanciering aan de private sector in zes Europese landen en de Verenigde Staten. Deze figuur verschaft een aantal inzichten. Ten eerste geldt dat de financiële structuur voor alle landen over de tijd op dezelfde manier verandert: een verschuiving naar een meer marktgeoriënteerd financieel systeem in de jaren 90, gevolgd door een verschuiving naar een meer bankgeoriënteerd systeem in de periode 2000-2008. Ten tweede laat figuur 4.1 zien dat in de Verenigde Staten de beweging naar marktfinanciering in de jaren 90 sterker was dan in Europa. Hieronder gaan we dieper in op de verklaringen hiervoor. Ten derde zien we dat de verschuiving naar bankgeoriënteerde systemen in de periode 2000-2008 sterker was in Europa. Tot slot illustreert figuur 4.1 dat er sinds 2009 weer een verschuiving naar marktfinanciering heeft plaatsgevonden. De resultante is dat de Continentaal Europese landen geclusterd zijn onder de 1, terwijl de ratio van marktkapitalisatie over bankfinanciering in de VS boven de 2 ligt.

Figuur 4.1 Financiële structuur in zes Europese landen³⁰ en de Verenigde Staten



Bron: Wereldbank, BIS en Eurostat

Zoals hierboven aangegeven, beweegt de financiële structuur in Europa en de VS in de jaren 90 zich meer richting marktfinanciering. De eind tachtiger en begin negentiger jaren worden in Europa en de VS gekenmerkt door financiële liberalisatie en privatisering. In Europa kreeg de financiële liberalisatie een flinke impuls door de Single European Act in 1987. Die zorgde voor de verwezenlijking van de interne markt met vrij verkeer van personen, goederen, diensten en

³⁰ De zes Europese landen zijn Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland, Spanje en het Verenigd Koninkrijk.

kapitaal. Het openstellen van de financiële sector voor internationale concurrentie en de uitbreiding van internationale financiële markten, zette een trend in de richting naar een meer marktgeoriënteerde financiële structuur (Rajan en Zingales, 2002).

Door financiële liberalisatie verschoof ook de financiële structuur in de VS naar een meer marktgeoriënteerde structuur. Deze beweging was sterker dan in Europa, zoals de periode 1994-1999 illustreert. De enorm snelle groei van de aandelenmarkt in VS aan het eind van de jaren 90 kan worden verklaard door deregulering (Rajan en Zingales, 2002), maar er zijn ook nog verschillende andere factoren die hieraan hebben kunnen bijgedragen. Ten eerste leidde overvloedige monetaire liquiditeit en kredietgroei tot veel speculatie. Daarnaast speelden ook economische prikkels, zoals de lagere belasting op kapitaal, lagere risicopremies, lagere transactiekosten, lage rente, lage inflatie en hoge verwachte productiviteitsgroei een belangrijke rol. Ten slotte kunnen ook externe factoren hebben bijgedragen aan de enorme kapitaalinstroom in de VS. Buitenlandse investeerders zagen de aandelen- en obligatiemarkten in de VS, mede door de slechte economie en instortende aandelenmarkt in Japan, de hoge werkloosheid en zwakke economische groei in Europa en de goed presterende Amerikaanse economie, als een veilige haven (Western, 2004).

Door het leeglopen van de Dot-Com bubbel in 2000 verschuift het belang van de financiële intermediatie in de VS en in Europa meer richting banken. Sinds 1990 zijn in veel bankgebaseerde landen in de EU actieve markten voor aandelen en bedrijfsobligaties ontstaan. Deze tendens is met name na de introductie van de euro toegenomen (Hartman et al., 2003). Dit verklaart de stijgende trend richting meer marktgebaseerde systemen in Europa na de invoering van de euro. Na de val van Lehman in september 2008 kregen beurzen wereldwijd een flinke tik, waarbij de marktkapitalisatie in alle landen bijna halveerde. Een gelijkblijvend volume uitstaand bancair krediet aan de private sector verklaart de dip in 2008. Na de crisis lijken markten zich in de VS te hebben hersteld, waarbij het lijkt dat de uitgifte van nieuwe financiële titels (zowel schuld als aandelenkapitaal) de terugval in bankkredieten enigszins gecompenseerd heeft (Bijlsma en Zwart, 2013). Ook in de EU is er sprake van substitutie, maar in veel kleinere mate (Bijlsma en Zwart, 2013). Een mogelijke verklaring is het verschil in de kapitaalstructuur van Amerikaanse en Europese bedrijven. Bedrijven in de VS hebben gemiddeld meer eigen vermogen, wat de toegang tot schuldenmarkten eenvoudiger maakt.

Hoe de ontwikkeling van kapitaalmarkten in Europa achterbleef ten opzichte van de VS

Voor het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog waren financiële markten in Europa sterker ontwikkeld dan in de VS. Wanneer we echter het huidige financiële landschap in Europa vergelijken met de VS zien we dat de laatste sterk gericht is op marktfinanciering, terwijl bedrijven in Europa veel sterker zijn aangewezen op bankfinanciering. Voor een verklaring voor het verschil in financiële ontwikkeling tussen Europa en de VS moeten we terug naar de Grote Depressie. In Europa worden de jaren 30 gekenmerkt door anti-marktbeleid, met verdrongen markten en overheidsingrijpen in de kredietverlening. Dit in tegenstelling tot de VS, waar de New Deal wetgeving juist de fundamenten heeft gelegd voor de uitbreiding van financiële markten na de Tweede Wereldoorlog. Verschillende factoren hebben hierbij een rol gespeeld, welke grotendeels bepaald zijn door politieke beslissingen.

De pro-marktontwikkeling in de VS

Ten eerste heeft de VS een federale overheid met politieke concurrentie tussen de verschillende staten, welke niet uitnodigt tot centralisatie. Een ander belangrijk verschil was de fragmentatie van het Amerikaanse financiële systeem. De VS had in de jaren 30 veruit de minst sterk geconcentreerde bankensector, wat grotendeels veroorzaakt werd door een angst voor te grote financiële instituties. Dat de VS heeft kunnen ontsnappen aan anti-marktbeleid komt doordat de politieke macht wijder verspreid was, waardoor de wetgeving niet werd bepaald door de belangen van slechts enkele gevestigde partijen. Daarnaast had de centrale bank in de VS, de Fed, niet veel macht en daarmee nooit een sterke anti-marktinfluensie.

Ook na de Tweede Wereldoorlog bleef de VS pro-markt. Twee ontwikkelingen hebben daaraan bijgedragen. Ten eerste kwam het financiële systeem in de VS veel sterker en efficiënter uit de oorlog dan systemen in andere landen, waardoor financiële instituties meer voordeel hadden bij het open houden van financiële markten. Ten tweede bood de Bretton Woods-overeenkomst in Europa de mogelijkheid tot het voeren van onafhankelijk monetair beleid en daarmee tot het beperken van kapitaalstromen. De ontwikkeling van het Dollarsysteem in de VS na de Tweede Wereldoorlog stond echter onafhankelijk monetair beleid toe zonder rekening te hoeven houden met externe factoren, waardoor monetaire instituties dus minder te vrezen hadden van markten.

Wat heeft geleid tot de omslag in de jaren '80 in Europa?

Enkele factoren hebben eraan bijgedragen dat ook in Europa een pro-marktontwikkeling op gang kwam. De ineenstorting van het Bretton Woods-systeem in 1971 en de twee oliecrises hebben geleid tot een enorme toename van internationale kapitaalstromen en heeft een verandering van de nationale financiële systemen tot stand gebracht. Het feit dat wisselkoersen niet vast waren, maakte strenge fiscale discipline extra belangrijk. Dit betekende dat overheden minder mogelijkheden hadden het bankensysteem overeind te houden door het verstrekken van overheidssubsidies. Daarnaast werd de concurrentie in binnenlandse financiële systemen vergroot door de mogelijkheden voor binnenlandse bedrijven om geld uit buitenlandse markten te halen. Ten derde heeft technologische ontwikkeling geleid tot de verbetering van de verwerking en verspreiding van gegevens, waardoor prijzen meer informatie weerspiegelden en concurrentie op grotere afstand kon plaatsvinden. Ten slotte heeft de uitbreiding van de internationale handel een belangrijke rol gespeeld in de ontwikkeling van kapitaalmarkten. Open markten nodigen uit tot concurrentie en remden de ontwikkeling van nationale financiële instituties af.

Ook specifiek binnen Europa hebben enkele factoren de ontwikkeling van marktfinanciering aangemoedigd. Ten eerste heeft de totstandkoming van een gemeenschappelijke markt voor goederen en diensten het effect van de stijgende internationale handel vergroot. Zo is door de samensmelting van markten niet alleen de efficiëntie van marktfinanciering toegenomen, ook heeft de politieke keus voor open handel en kapitaalstromen het lobbyen voor bescherming van de eigen markt moeilijker gemaakt. De ontwikkeling van het EMS-systeem, en later de euro, heeft geleid tot fiscale discipline en daarmee minder overheidssubsidies, waardoor bedrijven gedwongen werden steeds meer geld uit de markt te halen. Ten slotte heeft de Europese markt gezorgd voor een gelijk speelveld voor nieuwkomers, waardoor concurrentie toenam en de relaties tussen gevestigde bedrijven werden verbroken.

Rajan, R. en L. Zingales (2002). "Banks and Markets: The changing character of European finance", The transformation of the European financial system, ECB

4.2 Kapitaalstructuur bedrijven in Europa en de VS

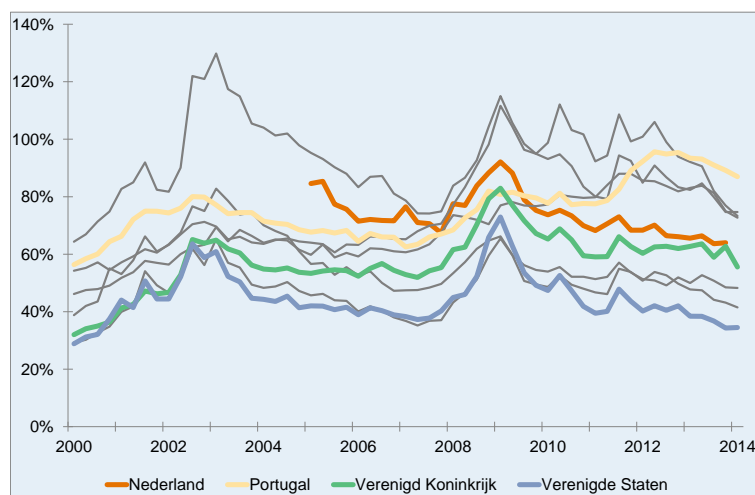
In deze sectie zetten we de financieringsstructuur van niet-financiële bedrijven in Nederland af tegen andere Europese landen en de VS. Figuur 4.2 vergelijkt de schuldratio's, berekend als de ratio van schuld over eigen vermogen, van niet-financiële bedrijven in verschillende Europese landen en de VS. Dit geeft een eerste beeld van het belang van schuldfinanciering ten opzichte van het eigen vermogen.

Na een opbouw van een hoge schuldenlast neemt na 2009 de schuldquote van niet-financiële bedrijven in Europa en de VS geleidelijk af. De schuldafbouw gebeurde in een omgeving die sterk veranderde door het begin van de financiële crisis in 2008. Deze periode kenmerkt zich door een stijging van het kredietrisico, een toename in risicoaversie en zorgen over de houdbaarheid van hoge schuld niveaus. De geleidelijke daling van de schuldquote weerspiegelt zowel vraag- als aanbodfactoren die kredietverlening aan het bedrijfsleven beïnvloeden. Aan de vraagzijde dragen lagere niveaus van economische activiteit, zwakke investeringen en een hogere neiging om winsten in te houden bij aan een verminderde behoefte aan externe financiering van bedrijven. Aan de aanbodzijde perken strengere kredietvoorwaarden bij banken de groei van krediet aan niet-financiële bedrijven in.

Figuur 4.2 laat zien dat tussen Europese landen er sprake is van heterogeniteit in de kapitaalstructuur van bedrijven. Deze heterogeniteit is er zowel voor de uitbraak van de crisis, als ook in de periode van schuldafbouw na de crisis. Portugal uitgezonderd, volgen de meeste Europese landen de trend van *deleveragen*, wat weerspiegeld is in fors lagere debt-to-equityratio's in 2013 ten opzichte van 2009. De debt-to-equityratio van bedrijven in Nederland is gelijk aan het Europees gemiddelde en lager dan in Duitsland. Tot slot is de financieringsstructuur van Nederlandse bedrijven sterk vergelijkbaar met bedrijven in het Verenigd Koninkrijk. Een andere belangrijke dimensie van heterogeniteit is de grootte van het bedrijf. Ten opzichte van mkb-bedrijven bouwt een groter aandeel grote bedrijven in Europa zijn schulden af (ECB, 2012). Tegelijkertijd neemt het aandeel bankfinanciering in de totale schuldfinanciering ook af, wat lijkt te wijzen op een trend richting meer marktfinanciering (ECB, 2012). Samengevat vindt naast deleveraging van bedrijven tegelijkertijd een verandering plaats in de kapitaalstructuur van bedrijven, waarbij het belang van bancair krediet afneemt en marktgebaseerde financiering toeneemt.

Sinds de crisis veranderde ook in de Verenigde Staten de samenstelling van de externe financiering van bedrijven, waarbij marktgebaseerde financiering, net als in Europa, aan belang wint ten opzichte van bankfinanciering. Ten opzichte van Europese bedrijven verlaagden niet-financiële bedrijven in de VS in hogere mate hun aandeel bankfinanciering in de totale schuldfinanciering (ECB, 2012; Bijlsma en Zwart, 2013). De richting waarin de schuldratio's in Europa en de VS zich ontwikkelen zijn dus vergelijkbaar. Het niveau van de schuldratio's in de VS is lager dan in de meeste Europese landen, zie Figuur 4.2. Kalemli-Ozcan et al. (2012) bevestigen dit. Zij laten zien dat de schuldquote voor bedrijven in de VS de helft minder is dan die van Europese bedrijven.

Figuur 4.2 Vergelijking debt-to-equity ratio's Europese landen³¹ en Verenigde Staten

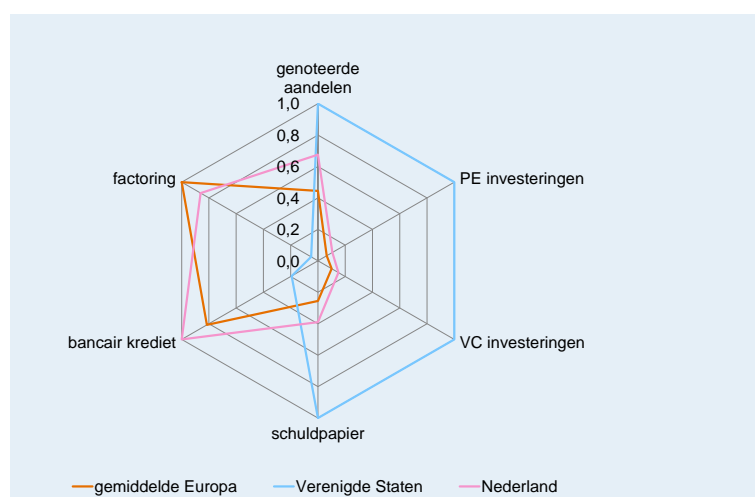


Bron: ECB en FED.

4.3 Huidige externe financieringsstructuur in Nederland, Europa en de VS

Uit de vorige secties komt een beeld naar voren dat het financieringslandschap in Nederland een lichte verschuiving van bankfinanciering naar niet-bancaire financieringsbronnen laat zien. Eveneens bouwen niet-financiële bedrijven in Europa en in de Verenigde Staten hun aandeel bankfinanciering in de totale schuldfinanciering af. In deze sectie brengen we in beeld op welke punten de huidige financieringsstructuur van Nederlandse, Europese en Amerikaanse bedrijven verschillen.

Figuur 4.3 Relatieve omvang traditionele financieringsvormen in Nederland, Europa³² en de Verenigde Staten in 2013



Bron: ECB, BIS, EVCA, FCI, FED, NVCA.

³¹ De andere landen zijn: België, Duitsland, Spanje, Frankrijk, Italië en het VK.

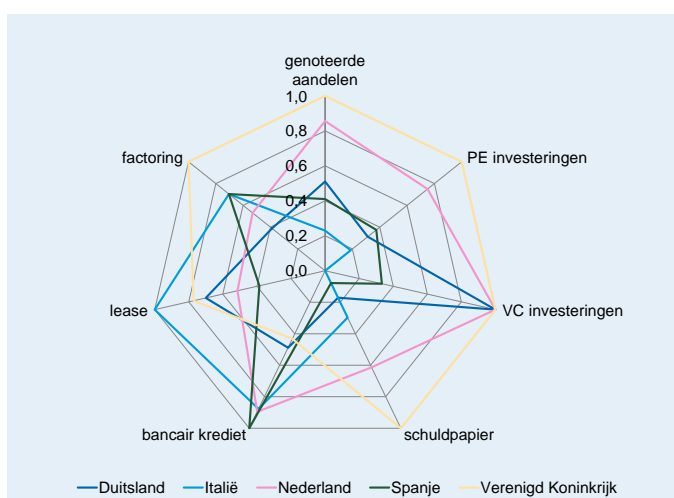
³² Betreft het gemiddelde van de EU-landen België, Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland en Spanje. Omdat de financieringsstructuur van het VK veel afwijkt van andere Europese landen, hebben we deze niet in het gemiddelde meegenomen.

Figuur 4.3 brengt de relatieve omvang van zes klassieke financieringsbronnen in kaart. In deze figuur vergelijken we Nederland met Europa en de VS. Op elke as plotten we voor de verschillende groepen de relatieve omvang van de financieringsbron (als percentage van het bbp). Voor iedere indicator normaliseren we de grootste waarde aan 1.

In lijn met Bijlsma en Zwart (2013) vinden we dat in Europa de rol van banken in de financiële intermediatie groter is dan in de VS. Kapitaalmarkten spelen in de VS een grotere rol in de financiële intermediatie. De dominantie van de VS aan de rechterkant van het financieringsweb laat dit zien. De markten voor aandelen en bedrijfsobligaties zijn sterker ontwikkeld in de VS en ook de jaarlijkse PE- en VC-investeringen door participatiemaatschappijen liggen op een aanzienlijk hoger niveau in de VS dan in de rest van Europa. De relatieve omvang van bedrijfskredietverlening door banken in de VS is slechts een vijfde van de omvang in Nederland. Ook asset-based financiering, hier gemeten als de omvang factoring, is een populairder financieringsmiddel in Europa en Nederland dan in de VS. Factoring biedt een alternatief wanneer een bedrijf niet of onvoldoende toegang heeft tot bankfinanciering. Het gebruik ervan is daarom de afgelopen jaren ook fors toegenomen in Europa. Goede informatie over opkomende alternatieve financieringsbronnen ontbreekt. Het kader 'De rol van overheidssteun voor het mkb in de VS' gaat in op financieringsinstrumenten voor het mkb die de Amerikaanse overheid inzet. Het kader 'Nieuwe financieringsbronnen – Crowdfunding' maakt op basis van de beperkt beschikbare data een internationale vergelijking. Concluderend kunnen we stellen dat, hoewel het financieringslandschap in Nederland en Europa sterk afwijkt van de VS, het gebruik van de verschillende financieringsbronnen in Nederland en Europa sterke gelijkenissen vertoont.

Eerder constateerden we binnen Europa veel heterogeniteit in het relatieve belang van schuldfinanciering ten opzichte van het eigen vermogen. Om te onderzoeken of dit ook geldt voor het gebruik van de verschillende financieringsbronnen, hebben we in figuur 4.4 Nederland afgezet tegen enkele Europese landen. De markten voor aandelen, obligaties en PE en VC zijn in Nederland relatief groot ten opzichte van andere landen binnen Europa. Enkel het gebruik van leasing en factoring ligt in Nederland relatief laag in vergelijking met andere Europese landen. We zoomen eerst verder in op deze twee financieringsbronnen.

Figuur 4.4 Relatieve omvang van traditionele financieringsvormen in vijf Europese landen in 2013



Bron: ECB, BIS, EVCA, FCI, FED, NVCA

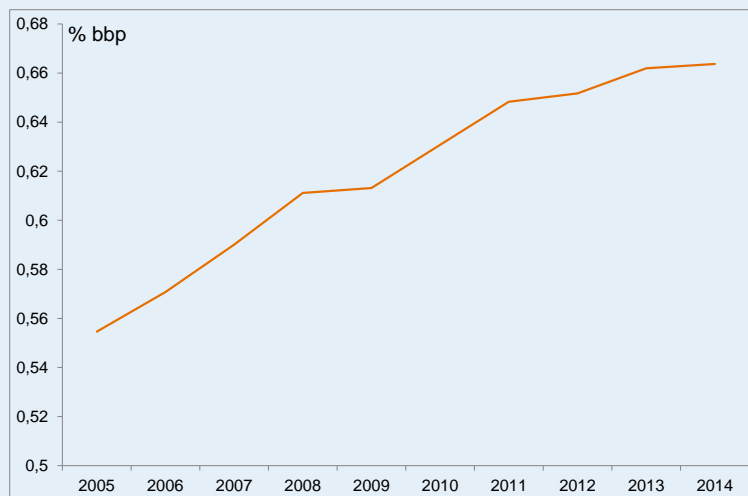
In Europa gebruikt gemiddeld 40% van het mkb lease voor de financiering van bedrijfsmiddelen. In Nederland is dit slechts 25% van de mkb-bedrijven ([Oxford Economics, 2011](#)). Dit verschil verklaart gedeeltelijk het relatief lage aandeel lease van Nederland.

Factoring is aantrekkelijk voor bedrijven die te maken hebben met een hoge rente op bedrijfsleningen en langedebiteurentermijnen. De laatste vergroot de behoefte aan werkkapitaal, terwijl de eerste dat kostbaar maakt om te financieren. In een dergelijk geval kan factoring bedrijfseconomisch gezien een aantrekkelijke financieringsbron zijn, doordat het het werkkapitaal ontziet. In vergelijking met andere Europese landen heeft het Nederlandse bedrijfsleven relatief korte betalingstermijnen, een behoorlijke betaalmoraal, relatief lage rentetarieven en een relatief lage spread tussen investment grade en sub-investment grade rentetarieven. Dit verklaart voor een groot gedeelte waarom het aandeel factoring in Nederland, en ook Duitsland, onder het aandeel van Italië en Spanje ligt. Het Verenigd Koninkrijk daarentegen, heeft ondanks de relatief lage rente en betalingstermijnen, het grootste aandeel factoring. Een mogelijke verklaring is dat factoring in Nederland een vrij nieuwe en nog onbekende vorm van financiering is. Dit geldt niet voor het VK, waar de eerste factoring diensten werden aangeboden in 1960. In een land als Spanje is factoring eerder regel dan uitzondering en is het een geaccepteerde betalingsmethode, omdat zowel afnemers als leveranciers zeer bekend zijn met deze vorm van financiering ([M3, 2014](#)).

De rol van overheidssteun voor het mkb in de VS

De Small Business Administration (SBA) is de grootste organisatie die in de VS overheidssteun biedt aan het mkb. De SBA is opgericht in 1953 (zie [deze link](#) en [dit rapport](#)). Het bestaan verder nog de [USDA](#) (United States Department of Agriculture), [MBDA](#) (Minority Business Development Agency) op de nationale niveau en instellingen in elke staat. Als gevolg van de financiële crisis in 2009 zijn in de VS meerdere programma's opgericht die het lenen aan het mkb zouden vergemakkelijken: [SJBA](#) en [SBLF](#). In 2010 heeft de SBA door de Small Business Jobs Act ([SBJA](#)) een nieuwe steun door de overheid ervaren. Het doel is om krediet gerantsoeneerde bedrijven toegang te verschaffen tot financiering. Vergelijkbare instrumenten in Nederland zijn het BMKB, de Garantie Ondernemersfinanciering (OG) en de Groeifaciliteit (zie deze link [OECD, 2010](#) en de tabel in de appendix). De SBA-ondersteuning richt zich met name op bedrijven met weinig onderpand, kredietnemers die niet aan de standaard voldoen om een lening te krijgen, start-up's zonder 'geschiedenis' en kredietnemers die op dit moment al financiering hebben, maar onder minder gunstige voorwaarden (zie hier ook [deze link](#)). De SBA verstrekt vooral garanties voor leningen maar zij faciliteert ook private equity financiering via het [SBIC](#) (Small Business Investment Companies) program. Directe leningen zijn een uitzondering. De belangrijkste ondersteuningsprogramma's zijn 7 (a) loans en de 504 loans. 7(a) loans zijn garanties op directe bankleningen tot een maximum van een miljoen dollar. De garanties liggen tussen de 50 en 85 procent van de lening. 504 loans zijn vooral bedoeld voor vastgoed en langetermijnfinanciering. Verder zijn deze leningen gekoppeld aan het vasthouden of het creëren van een baan per 50.000 dollar (Craig, 2005). SBIC investment funds hebben in 2014 rond 5,5 miljard dollar geïnvesteerd in mkbs ([SBA, 2014](#)) In 2014 ontvingen 35.000 bedrijven steun van de SBA in de vorm van garanties of directe leningen. De SBA biedt ook trainingen en coaching voor het mkb aan. Meer dan 1,3 miljoen bedrijven in 2014 hebben training, mentoring en advies gekregen ([SBA](#)). De figuur laat het percentage zien van de totale portefeuille¹ van de SBA in verhouding tot het bbp. In de afgelopen tien jaar is de totale portefeuille gestegen van 0,56% tot 0,66% van het totaal bbp.

Overheidssteun in de VS voor mkb in verhouding tot bbp



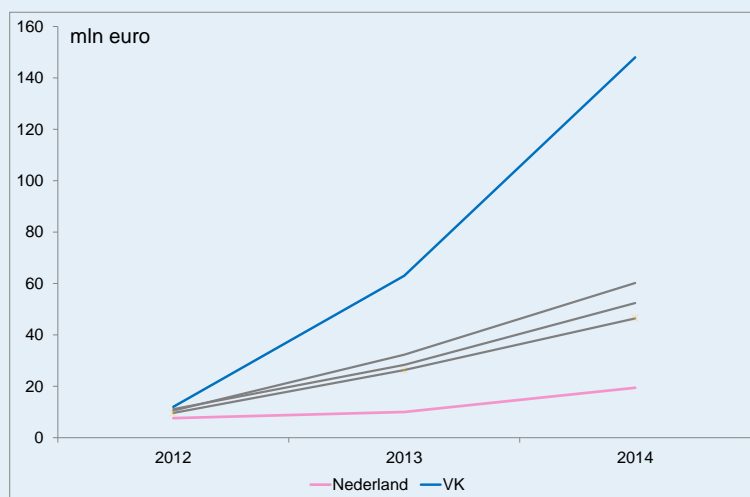
Bron: SBA, eigen berekeningen.

Nieuwe financieringsbronnen - Crowdfunding

In het hierboven genoemde empirisch bewijs ontbreekt nog data over crowdfunding. De beschikbaarheid van databronnen is suboptimaal. De figuur laat zien dat het totaal bedrag aan crowdfunding in vele Europese landen wel gestegen is. Het totale crowdfundingbedrag in Nederland stijgt van 9,6 in 2012 naar 19,4 miljoen euro in 2014. De cijfers voor Nederland verschillen van Figuur 3.6 omdat we hier andere definities voor crowdfunding gebruiken om een betere internationale vergelijking te kunnen maken.

Op dit moment is het moeilijk in te schatten welke rol crowdfunding in de toekomst kan spelen voor de financiering van bedrijven. De informatie beschikbaarheid over de investeringsprojecten bij crowdfunding suggereert een groot potentieel voor investeerder aan de ene kant. Aan de andere kant zijn de mogelijkheden om de kans op moreel gedrag van bedrijven te verkleinen beperkt. De data in Europese vergelijking toont een sterke stijging vooral in het VK. De gemiddelde stijging voor alle landen is rond 540% en maar 155% voor Nederland. Echter, relatief gezien blijft de rol van crowdfunding nog steeds beperkt. Het aandeel van crowdfunding in alle Equity financiering is in alle landen kleiner dan 0,001%. Verder, is het van belang dat voor een betere evaluatie in toekomst centraal data verzameld wordt.

Crowdfunding in Europa



Bron: UK Alternative Finance Benchmarking Report (2015). De cijfers omvatten reward-based crowdfunding, equity-based crowdfunding en donation-based crowdfunding. De andere landen zijn Duitsland, Frankrijk en Spanje.

Zoals blijkt uit figuren 4.3 en 4.4 zijn de markten voor aandelen, obligaties en PE en VC zijn in Nederland relatief groot ten opzichte van andere landen binnen Europa. We observeren dus dat de Nederlandse financieringsstructuur relatief meer marktgefinancierd is ten opzichte van het Europees gemiddelde. Paradoxaal is dat tegelijkertijd de omvang van bankfinanciering ook een van de grootste in Europa is. Bijlsma en Zwart (2013) vinden een vergelijkbaar resultaat dat in Europa de meer marktgebaseerde economieën een relatief grotere bancaire sector (gemeten in totale bancaire assets) hebben dan de meer bankgefinancierde economieën in Europa. Een verklaring is de grensoverschrijdende activiteiten van banken in marktgebaseerde Europese economieën. De buitenlandse bezittingen en verplichtingen van de banken in deze landen, zoals Nederland, zijn groter dan in hun bankgebaseerde buurlanden. Bijlsma en Zwart (2013) poneren dat wellicht dezelfde kenmerken die marktgebaseerde landen toegankelijker maakt voor aanbieders van eigen vermogen, het ook voor banken mogelijk maakt een rol te spelen als financiële hub voor internationale investeringen in de internationale financiële markten. Ook blijkt dat de inkomstenbron van banken in marktgebaseerde landen verschilt van die in

bankgebaseerde landen. In meer marktgebaseerde landen is het bedrijfsresultaat van banken meer afhankelijk van andere bronnen dan de rentemarge (Bijlsma en Zwart, 2013).

4.4 Conclusie

Over de tijd verandert de financiële structuur voor alle landen op dezelfde manier. Zowel in de VS als in Europa trad in de jaren 90 een verschuiving naar een meer marktgeoriënteerd financieel systeem op, gevolgd door een verschuiving naar een meer bank-georiënteerd systeem in de periode 2000-2008. De beweging naar marktfinanciering in de jaren 90 was wel sterker in de Verenigde Staten.

Sinds de crisis veranderden in de Verenigde Staten en Europa de samenstelling van de externe financiering van bedrijven, waarbij marktgebaseerde financiering aan belang wint boven bankfinanciering. De richting waarin de schuldratio's in Europa en de VS zich ontwikkelen zijn dus vergelijkbaar. Echter, het niveau van de schuldratio's van bedrijven in de VS is lager dan in de meeste Europese landen. Gecorrigeerd voor de grootte van bedrijven is een voorzichtige conclusie dat de schuldquote van mkb-bedrijven hoger is in Europa.

Uit de indicaties volgt dat in Europa de rol van banken in de financiële intermediatie groter is dan in de VS. Kapitaalmarkten spelen in de VS een grotere rol in de financiële intermediatie. Binnen Europa vertoont het gebruik van diverse financieringsbronnen in Nederland en Europa sterke gelijkenissen. Wel is het zo dat de Nederlandse financieringsstructuur relatief meer marktgericht is ten opzichte van het Europese gemiddelde.

5 De weg naar meer marktfinanciering

Onder beleidsmakers in Europa en Nederland leeft de vraag hoe de mix van financieringsbronnen voor het bedrijfsleven uit te breiden naar meer marktfinanciering. In hoofdstuk 3 en 4 zagen we dat banken in Nederland en de rest van Europa een veel grotere rol spelen bij de financiering van het mkb dan marktfinanciering. Dat dit ook anders kan, blijkt uit de situatie in de VS. Overigens is Nederland sterker marktgeoriënteerd dan andere Europese landen, als je bijvoorbeeld kijkt naar venture capital, private equity of beursgenoteerde aandelen.

Hoe wenselijk is nu een verschuiving richting een meer marktgeoriënteerd financieel systeem? Hard empirisch bewijs dat het ene systeem beter is voor langetermijngroei dan het andere ontbreekt. Studies die de langetermijngroei in landen onderzoeken, vinden geen significant effect van de structuur van de financiële sector op de langetermijngroei, zie Beck en Levine (2002). De effecten van het verschuiven van het ene financiële systeem naar het andere in normale economische tijden, zijn in de literatuur nauwelijks onderzocht.

Toch kan aan de marge een verschuiving van bankgeoriënteerd naar een marktgeoriënteerde financiële sector wenselijk zijn. Ten eerste leidt dit tot meer economische en financiële stabiliteit. Immers, een financiële crisis raakt de economische groei en de financiële stabiliteit

harder in bankgeoriënteerde landen. De recente crisis illustreert dit. In de VS vond na de financiële crisis van 2008 meer substitutie plaats van bank- naar marktfinanciering dan in Europa. Dit is een verklaring voor het snellere herstel van meer marktgeoriënteerde landen na een financiële crisis en een reden om in te zetten op meer diversificatie van financieringsbronnen.³³ Ten tweede komen in een meer marktgeoriënteerd systeem kleine en innovatieve bedrijven, via hogere eigen vermogens, gemakkelijker aan financiering en kunnen ze makkelijker doorgroeien. Ten derde gaat een sterk bankgebaseerd financieel systeem samen met een grote bancaire sector. Een te grote bancaire sector belemmert de economische groei. Dit is een analyse aan de marge: iets meer marktfinanciering lijkt ons wenselijk. Hoe de optimale mix van bank- en marktfinanciering eruit ziet is onbekend.

Welke factoren belemmeren de switch van bankfinanciering naar marktfinanciering? Hoe kun je van een evenwicht waarin bankfinanciering domineert verschuiven naar een evenwicht waarin marktfinanciering een substantieel grotere rol speelt? We formuleren een drie stappenplan om de weg van een bankgedomineerde evenwicht naar meer marktfinanciering makkelijker te maken. Stap één is schuldfinanciering minder aantrekkelijk maken. De mogelijke beleidsopties om dit voor elkaar te krijgen schetsen we in sectie 5.1. De tweede stap is het vergroten van de aantrekkelijkheid van marktfinanciering. In sectie 5.2 bespreken we ideeën hoe dit te doen. Tot slot kan de overgang van het oude bankgedomineerde evenwicht naar een nieuwe evenwichtssituatie ingewikkeld zijn. De derde stap brengt daarom opties in kaart die een transitie faciliteren.

5.1 Schuldfinanciering minder aantrekkelijk maken

Voor kleinere bedrijven betekent een overgang naar een meer marktgeoriënteerde financiële structuur dat zij gemiddeld meer eigen vermogen zullen moeten aanhouden. Andere substituten voor monitoring door banken, zoals onderpand of diversificatie, zijn immers minder voor handen, terwijl kleine bedrijven in grotere mate afhankelijk zijn van human capital. In de Verenigde Staten, waar bedrijven (ook kleinere) vaker van de markt gebruik maken om zich te financieren, houden kleine bedrijven dan ook gemiddeld meer eigen vermogen aan dan vergelijkbare kleine bedrijven in het bankgeoriënteerde Europa, zoals we in hoofdstuk 4 zagen. Voor Amerikaanse bedrijven is de verhouding tussen eigen vermogen en de totale bezitting gemiddeld een factor twee groter dan voor Europese bedrijven (Kalemli-Ozcan et al., 2012). Dat is niet voor niets. Als er minder bankfinanciering is, dan spelen banken ook een kleinere rol bij het monitoren van bedrijven. Dit betekent dat bedrijven prikkels voor prudent gedrag ergens anders vandaan moeten halen. Die prikkels komen uit een hoger eigen vermogen, zie ook hoofdstuk 2.

Het opbouwen van meer eigen vermogen kost tijd. Hoeveel tijd is lastig te zeggen, maar historische data kunnen hier enige duiding geven. Tussen 2000 en 2009 steeg de gemiddelde solvabiliteit van het Nederlandse mkb met ongeveer vijf procentpunt, wat overeenkomt met een stijging van het eigen vermogen van 15 procent (Van Beers et al., 2014b; Van Beers et al., 2015), ruwweg 1,5 procentpunt per jaar. Een overgang naar een meer marktgefinancierd systeem, waarin kleinere bedrijven een hoeveelheid eigen vermogen aanhouden die vergelijkbaar is met het niveau van Amerikaanse bedrijven, kost dus zeker tien jaar. De overheid kan dit proces

³³ Zie Europese Commissie (2015).

versnellen door schuldfinanciering minder aantrekkelijk te maken. We zien twee kanalen waarlangs de overheid dat kan doen, namelijk door de impliciete subsidies voor banken te verminderen en door de fiscale bevordering van schulden te verkleinen.

5.1.1 Impliciete subsidies voor banken verminderen

Schuldfinanciering van bedrijven door banken zou wel eens te goedkoop kunnen zijn vanwege impliciete subsidies voor banken. Deze impliciete subsidies zijn het gevolg van de garanties van de overheid leiden tot lagere financieringskosten voor *too-big-to-fail*-banken. Empirisch onderzoek laat zien dat dit financieringsvoordeel gemiddeld 67 basispunten is voor banken met een balansomvang groter dan 10% van het bbp, en 110 basispunten voor banken op de GSIB-lijst (Bijlsma et al., 2014).³⁴ Als de financiers van banken verwachten dat deze banken gered worden wanneer ze failliet gaan, dan zullen ze geen rekening houden met de risico's die banken nemen. De financiering die banken krijgen is dan te laag geprijsd. Dit heeft twee gevolgen. Ten eerste hebben banken vanwege *risk-shifting* een prikkel om te veel risico te nemen. Zo kan de verwachting bestaan dat een deel van de risico's gedragen zullen worden door de overheid, bijvoorbeeld als gevolg van *too-big-too-fail*-garanties. Ten tweede reflecteren de financieringskosten van banken niet de daadwerkelijke risico's die banken nemen. Banken hebben door de subsidies te lage financieringskosten (Davies en Tracey, 2014). Bij voldoende concurrentie worden die subsidies doorgegeven aan de klanten van banken. Het gevolg van deze twee effecten is dus te risicovolle leningen en te goedkope schuldfinanciering voor bedrijven.

Hogere kapitaaleisen en bail-inbare schuld kunnen impliciete subsidies, en daarmee goedkope schuldfinanciering, verlagen. Met hoeveel blijft een open vraag. De afgelopen jaren zijn kapitaaleisen voor banken verscherpt met de implementatie van de Basel III vereisten. In Europa is dat geformaliseerd in de richtlijn en verordening kapitaalvereisten (CRD IV/CRR). Daarbovenop dienen in Nederland de vier grootste banken uiterlijk in 2018 een hefboomratio van ten minste vier procent te hebben bereikt. Voorts heeft de Financial Stability Board recent nieuwe voorstellen gedaan om mondiale systeembanken nog aan extra eisen te onderwerpen ten aanzien van het aanhouden van bail-inbaar vermogen, de zogenaamde *Total Loss Absorbing Capacity* (TLAC), met een omvang van 16-20% van de risicogewogen activa, vergezeld van een 6% ongewogen hefboomratio. In Europa zijn aanverwante voorstellen reeds geïmplementeerd in de BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive) die gelden voor alle banken. Zo zal de nationale afwikkelautoriteit of de Europese Single Resolution Board per bank een eis stellen aan de minimale laag bail-inbare passiva die aanwezig dienen te zijn (MREL). De door de FSB voorgestelde TLAC vereisten hebben expliciet tot doel om impliciete garanties weg te nemen. Zoals blijkt uit de vorige paragraaf zal hierdoor ook te goedkope schuldfinanciering afnemen. Of deze maatregelen het einde van TBTF betekenen, blijft een open vraag. De bail-in regels zijn mogelijk niet geloofwaardig omdat overheden ze waarschijnlijk niet zullen toepassen als dit systeemrisico met zich meebrengt (CPB, 2015).

³⁴ De FSB stelt de officiële lijst van mondiale systeembanken op, de lijst van *global systemically important banks* (GSIB). Verdere details en de GSIB lijst zijn in deze [publicatie](#) te vinden.

5.1.2 Fiscale bevoordeling van schuld minder aantrekkelijker maken

Bij het versterken van het eigen vermogen van bedrijven speelt een belangrijk fiscaal aspect. Vreemd vermogen wordt fiscaal bevoordeeld ten opzichte van eigen vermogen, omdat betaalde rente aftrekbaar is, terwijl over de vergoeding voor eigen vermogen (het dividend) belasting moet worden betaald. Dit maakt schuldfinanciering relatief goedkoper en prikkelt bedrijven om zich te financieren met schuld in plaats van eigen vermogen. Deze fiscale prikkel verstoort de kapitaalstructuur van bedrijven, en maakt ze gevoeliger voor economische schokken. Uit empirisch onderzoek volgt dat een gelijke behandeling van schuld en eigenvermogen de schuldquote van bedrijven met ongeveer vier procentpunt laat dalen (De Mooij en Devereux, 2009).³⁵ Ook zouden zonder de fiscale bevoordeling van schuld de overheidskosten tijdens de Europese bankencrisis 30 tot 70 procent lager zijn geweest (Langendijk et al., 2015).

Er zijn meerdere mogelijkheden om via fiscaal beleid meer neutraliteit in financieringskeuzen te creëren. Een eerste optie is het invoeren van 'thin capitalization'-regels, waarbij de aftrekbaarheid van de rente wordt beperkt voor bedrijven met excessieve schuld niveaus in vergelijking tot het eigen vermogen (Fatica et al., 2012). Een andere mogelijkheid is het opleggen van een limiet aan de rentevoet waartegen aftrek verleend wordt. Een derde optie zou een aftrek van eigenvermogen (Allowance for Corporate Equity, ACE) van bedrijven zijn die gekoppeld is aan risicovrije nominale rente, of alomvattende heffing op inkomen van ondernemingen (Comprehensive Business Income Tax, CBIT). Dit zou eigen vermogen op een gelijke positie brengen als vreemd vermogen.³⁶ Deze voorstellen zijn bedoeld als korte inventarisatie van beleidsalternatieven. Dit rapport brengt de kosten en baten van dergelijke maatregelen niet in kaart. Anders gezegd, deze voorstellen kunnen neerwaartse invloed hebben op de debt-to-equityratio's, maar er bestaat ook een risico dat ze leiden tot meer complexiteit en mogelijk ook in minder investeringen (IMF, 2012).

Daarnaast kunnen fiscale prikkels ook marktfinanciering van eigen vermogen voor het mkb stimuleren. Zo stimuleert de overheid in het Verenigd Koninkrijk sinds 2011 investeringen in het mkb met het *Seed Enterprise Investment Scheme* (SEIS). Deze regeling biedt fiscale voordelen aan investeerders in kleine en jonge bedrijven in het Verenigd Koninkrijk. Investeerders kunnen, onafhankelijk van het marginale tarief, tot maximaal 50 procent van hun investeringen aftrekken in de inkomstenbelasting en kunnen 50 procent van de behaalde winsten die worden herbelegd in SEIS-aandelen aftrekken in de vermogenswinstbelasting.³⁷ In het Verenigd Koninkrijk heeft dit geleid tot grote toename van investeringen in het mkb door (institutionele) investeerders.³⁸

³⁵ Zie De Mooij en Devereux (2009).

³⁶ De IMF rapporteert verder positieve effecten van een aftrek van eigenvermogen van bedrijven op investeringen, werkgelegenheden en groei. Maar een aftrek van eigenvermogen van bedrijven zou ook negatieve effecten op overheidsinkomsten hebben op de korte termijn. Daarom zou het ten eerste alleen maar nieuwe investeringen betrekken. Verder zou een introductie van een ACE internationaal gecoördineerd moeten zijn om mogelijke belastingarbitrage te vermijden (De Mooij en Devereux (2009), De Mooij (2011)).

³⁷ Er worden enkele eisen gesteld aan de investeringen in het mkb. Een bedrijf mag maximaal 150.000 pond aan kapitaal aantrekken via de SEIS-regeling. SEIS-investeerders mogen maximaal 100.000 pond per jaar investeren, dat verdeeld mag worden over meerdere bedrijven. Daarnaast mogen zij geen zeggenschap hebben over het bedrijf waarin ze investeren, maar moeten ze wel minimaal 30 procent van de aandelen bezitten. Ten slotte moet het bedrijf waarin geïnvesteerd wordt aan een bepaalde definitie voldoen. Het bedrijf moet gevestigd zijn in het VK, minder dan 25 werknemers hebben, de handel van het bedrijf mag niet ouder dan 2 jaar zijn en het bedrijf mag niet meer dan 200.000 pond aan activa op de balans hebben. Zie [deze](#) site van SEIS.

³⁸ Zie bijvoorbeeld [dit](#) bericht.

Het belasten van financiële transacties beïnvloedt de ontwikkeling van de markt voor eigen vermogen financiering in de vorm van verhandelbare aandelen op negatieve wijze. Een aantal Europese landen heeft de financiële transactiebelasting (financial transaction tax, FTT) op aandelen- en derivatentransacties ingevoerd in reactie op een voorstel van de Europese Commissie om een Europese FTT in te voeren. Dit voorstel kan nog steeds Europees beleid worden, waarna het in alle eurolanden moet worden ingevoerd. Het invoeren van een Europese FTT maakt eigen vermogen financiering in de vorm van verhandelbare aandelen voor mkb-bedrijven om twee redenen minder aantrekkelijk. De eerste reden is een afname van de liquiditeit van de aandelenmarkten. Een stijging van de kapitaalkosten van beursgenoteerde ondernemingen is het gevolg. Ten tweede zullen beurshandelaren de additionele kosten van verhandeling op de secundaire markt doorberekenen bij de uitgifte van nieuwe aandelen. Indirect resulteert dit in hogere kosten bij een beursgang, waardoor het uitgeven van aandelenkapitaal duurder en dus minder aantrekkelijk is voor bedrijven. Het gevolg van deze twee effecten is een stijging van de kosten van aandelenkapitaal, waardoor een aandelenmarkt voor mkb-bedrijven moeilijker tot stand zal komen.

5.2 Marktfinanciering aantrekkelijker maken

Bedrijven kunnen op twee manieren financiering op de kapitaalmarkten ophalen. De eerste is direct in de vorm van aandelen of obligaties. De tweede is indirect, waarbij banken en marktfondsen samenwerken om financiering te verstrekken aan bedrijven, bijvoorbeeld via securitisatietechnieken. Een overgang naar een meer markt georiënteerde financiële structuur impliceert twee veranderingen. Ten eerste moeten barrières voor bedrijven om financiering op de kapitaalmarkten op te halen zo klein mogelijk zijn. De tweede verandering is dat investeerders voldoende prikkels hebben naar de kapitaalmarkten te gaan.

Voor bedrijven is het van belang dat de downside van faillissement klein is en de toegang tot de kapitaalmarkt gemakkelijk is. Voor investeerders is de verhandelbaarheid van effecten van belang, evenals een voldoende gedetailleerde beschikbaarheid van informatie om de kredietkwaliteit van bedrijven te beoordelen. Tevens nemen de prikkels voor investeerders ook toe als de upside voor hen wordt vergroot.

5.2.1 Liquiditeit vergroten en toegang tot markt vergemakkelijken

Diepere financiële markten en betere liquiditeit³⁹ vergroten de aantrekkelijkheid van de Europese financiële markten voor (internationale) investeerders. Immers, voor investeerders is de verhandelbaarheid van financiële instrumenten als obligaties en aandelen belangrijk in het geval dat zij willen desinvesteren. Voldoende liquiditeit is van groter belang bij investeringen in effecten behorende bij kleinere bedrijven. De marktinfrastructuur en effectenrecht – de ‘leidingen’ waardoor investeringen stromen en de wetten waaronder deze investeringen vallen – zijn belangrijke determinanten van de efficiëntie en gemak waarmee investeringen kunnen worden gedaan. Harmonisatie van wet- en regelgeving kan een barrière vormen voor verdere integratie van de financiële markten in Europa.

³⁹ Met liquiditeit bedoelen we hier hoe makkelijk het is om een aandeel of ander effect te kopen of verkopen zonder een grote invloed te hebben op de koersvorming. De markt is liquide als er voldoende kopers en verkopers zijn om een redelijk handelsvolume te waarborgen.

Voor investeerders zijn homogene regels voor investeerdersbescherming en juridische zekerheid van belang. Momenteel kan het voor investeerders door verschillen in nationale wet- en regelgeving lastig zijn om beleggingsrisico's in een ander land op dezelfde manier in te schatten als in hun eigen land. Anders gezegd, de Europese financiële markten zijn ten aanzien van investeerdersbescherming en juridische zekerheid behoorlijk heterogeen (Veron, 2014). De [Giovannini groep](#) (Giovannini, 2003) identificeerde 15 barrières rondom *clearing en settlement*, waarvan een derde nog niet is opgelost.⁴⁰ De Europese Commissie (EC) werkt op dit moment aan een voorstel, de *Securities Law Directive* (ECB), om de juridische onzekerheid, de bescherming van beleggers en het gebrek aan transparantie van tarieven problemen met betrekking tot grensoverschrijdende handel in effecten aan te pakken.⁴¹ Dit initiatief heeft tot doel de internationale handel van effecten binnen de EU te stimuleren.⁴²

Ook zijn er grote verschillen in de nationale wetgeving met betrekking tot insolventie van bedrijven en de herstructurering van schulden⁴³, welke een barrière vormen voor de integratie van Europese kapitaalmarkten (Veron, 2014). Hoewel verschillen in insolventiewetgeving nooit volledig zullen verdwijnen en ook niet altijd een probleem vormen, zou wetgeving op EU-niveau of gedeeltelijke harmonisering een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan de integratie van Europese kapitaalmarkten. De EC heeft een aantal punten geïdentificeerd waar harmonisatie gewenst is.⁴⁴ Een belangrijk punt voor buitenlandse investeerders is harmonisatie van de regels wanneer een bedrijf de insolventieprocedure start. In sommige lidstaten kan alleen een insolventieprocedure worden geopend voor een schuldenaar die reeds in financiële moeilijkheden verkeert en insolvent is. In andere lidstaten kan een procedure worden geopend voor een solvabele onderneming die anticipeert op insolventie in de nabije toekomst. Er blijken ook verschillen te bestaan in de wettelijke insolventiecriteria, zoals de liquiditeitstest.

De verschillen in nationale insolventiewetgeving vergroten de onzekerheden voor investeerders bij de beoordeling van risico's. Bovendien kunnen de lange duur en daarbij behorende hoge kosten van een formele insolventie procedure leiden tot een lage recovery rates voor crediteuren en op deze manier investeerders ontmoedigen. Het resultaat: hogere transactiekosten op financiële markten en grotere onzekerheid over kredietrisico's. Figuur 5.1 laat het gemiddelde aantal jaren dat nodig is om een faillissement af te wikkelen in verschillende Europese landen zien. Dit illustreert de verschillen in de nationale wetgeving met betrekking tot insolventie van bedrijven. Ondanks een aantal richtlijnen ten aanzien van bedrijfsrecht⁴⁵, verschillen procedures voor herstructurering van schulden tussen Europese landen. Beide vormen een barrière vormen voor de integratie van Europese kapitaalmarkten. Hoewel volledige harmonisatie van insolventiewetgeving binnen Europa op korte termijn niet waarschijnlijk is, zou wetgeving op EU-niveau of gedeeltelijke harmonisering een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan de integratie van Europese kapitaalmarkten, zie ook Veron (2014).

⁴⁰ Een aantal van de barrières geïdentificeerd door Giovannini zijn verminderd door invoering van Target2 en de [CSRD](#).

⁴¹ Dit initiatief is bedoeld om juridische onzekerheid voor de veilige en doeltreffende grensoverschrijdende handel in effecten aan te pakken. Ook moet het leiden tot de verbetering van de bescherming van beleggers, door beleggers in staat te stellen de rechten die voortvloeien uit hun effecten over de grenzen heen uit te oefenen. Ten slotte vergroot het de transparantie van de dienstverlening door te zorgen voor eerlijke en niet-discriminerende tarieven in de hele EU.

⁴² De empirische literatuur bevestigt dat landen met een betere shareholder bescherming ook een betere toegang naar kapitaalmarkt hebben (La Porta et al. 1997).

⁴³ In Frankrijk is bijvoorbeeld een doel van faillissementsprocedures om banen te behouden, ook als dit ten koste gaat van de rechten van schuldeisers. In Duitsland staat maximale vergoeding van schuldeisers juist centraal. In het Verenigd Koninkrijk zijn er uitzonderingen die betrekking hebben op het 'matrimonial home' (Burton, 2010).

⁴⁴ Zie [deze communicatie](#) van de Europese Commissie aan het Europees Parlement.

⁴⁵ Council Regulation 2157/2001 and Directive 2005/56/EC

Te denken valt aan een raamwerk om grensoverschrijdende faillissementen af te werken, of verdere stappen richting een meer uniforme Europese faillissementswetgeving, denk aan timing van processtappen rondom faillissement, bescherming van schuldenaars tegen een run door schuldeisers, of uniforme regels omtrent out-of-court settlement.

5.2.2 Informatieasymmetrie om kredietkwaliteit te beoordelen verkleinen

Een structureel knelpunt bij de financiering van kleine kredieten is dat de baten voor de financiers mogelijk niet opwegen tegen de transactiekosten (McKinsey 2014, SER 2014). Voor banken, maar vooral ook voor niet-bancaire financiers, is het relatief bewerkelijk, en dus kostbaar, om de kredietwaardigheid van een mkb-bedrijf te beoordelen. Bovendien zijn kleinere bedrijven vaak niet in staat om tijdig en volledig de financiële informatie aan te leveren die de bank nodig heeft (SER 2014). In deze sectie bespreken we een aantal opties om de informatie-asymmetrie om de kredietkwaliteit van mkb-ondernemingen te beoordelen te verkleinen.

Uniforme verslaggeving

Een oplossing voor dit probleem is financiële gegevens beter inzichtelijk te maken voor financiers van bedrijven. In Nederland is met de invoering van Standard Business Reporting (SBR) al een begin gemaakt met gestandaardiseerde en digitale financiële rapportagemogelijkheden. SBR is een standaard om gegevens uit de boekhouding van een onderneming op gestandaardiseerde wijze vast te leggen zodat gestandaardiseerde rapportages zoals de belastingaangifte en de jaarrekening. Sinds 2014 is SBR de exclusieve aanlevermethode voor een aantal verplichte rapportages aan de overheid, zoals de belastingaangifte en deponering bij de KvK. Indien het SBR format ook de benodigde gegevens voor financiers zou bevatten om een goede risicobeoordeling te maken, dan verlaagt SBR de kosten van kredietbeoordelingen van banken en andere financiers. Mogelijkerwijs zou dit de toetredingsbarrières voor nieuwe financiers kunnen verlagen (McKinsey, 2014; SER, 2014). In dat kader kondigde ING in oktober 2014 aan dat vanaf 1 januari 2017 digitale aanlevering van jaarcijfers via SBR voor kredietrelaties uit het mkb de norm is.⁴⁶

In 2013 heeft het Europees Parlement (EP) besloten dat per 1 januari 2020 beursgenoteerde ondernemingen in Europa gebruik moeten maken van één standaard elektronisch rapportage format. De European Securities and Markets Authority (ESMA) is daarbij aangewezen als verantwoordelijke voor het ontwikkelen van de Europese standaard.⁴⁷ Het lijkt daarmee niet onwaarschijnlijk dat deze standaard op termijn ook van toepassing gaat zijn op niet-beursgenoteerde ondernemingen. Vanuit dat oogpunt is efficiënte aansluiting en uitwisselbaarheid van SBR met de nieuwe Europese standaard van belang om de kosten van grensoverschrijdende investeringen laag te houden.

Nu het EP inzet op het gebruik van een eenduidig dataformat voor de financiële rapportage binnen Europa, is de volgende stap het harmoniseren van de verschillende financiële rapportagestandaarden in Europa. Daarbij is het ook belangrijk dat bedrijven dergelijke verslaggevingsregels ook uniform toepassen. Dit blijkt echter geen vanzelfsprekendheid. Binnen Europa zijn ondernemingen van openbaar belang (OOB) sinds 2005 verplicht te rapporteren volgens IFRS-verslaggevingsstandaarden. Onderzoek laat zien dat bedrijven deze niet altijd op dezelfde manier toepassen (ESMA, 2014). Een mogelijke oorzaak is dat het toezicht

⁴⁶ Zie dit [bericht](#) van ING.

⁴⁷ Zie European Parliament (2013) p 27.

op financiële verslaggeving in Europa bij nationale toezichthouders is belegd. ESMA constateert dat zelfs nationale toezichthouders de verslaggevingsregels niet altijd op dezelfde manier interpreteren (ESMA, 2014).

Fragmentatie van het toezicht op financiële verslaggeving, met veel toezichthouders met overlappende verantwoordelijkheden, leidt niet alleen tot hoge kosten maar vertraagt ook de grensoverschrijdende activiteiten door de onduidelijke wettelijke vereisten (Treptow, 2006).

Voor zowel het toezicht op financiële verslaggeving als op accountants kunnen deze belemmeringen worden weggenomen door het toezicht naar Europees niveau te tillen.

Securitisatie om informatieasymmetrie te verminderen

Securitisatie van mkb-leningen is een indirecte manier om marktfondsen en mkb-bedrijven die financiering nodig hebben bij elkaar te brengen. Securitisatie van mkb-leningen is een techniek om een portfolio van mkb-leningen van een bankbalans te verschuiven naar de kapitaalmarkt. Banken gebruiken securitisatie van mkb-leningen als financieringsinstrument of als instrument om hun blootstelling van mkb-leningen op bepaalde sectoren te managen.⁴⁸ Investeerders gebruiken mkb-securitisaties als diversificatie-instrument. Voor investeerders is een genoemd voordeel van mkb-securitisaties dat ze een lage correlatie hebben met ‘traditionele’ financiële markten instrumenten als aandelen en obligaties. Om voor een investeerder in een mkb-bedrijf te investeren is veelal te kostbaar, maar investeren in het risico van een mkb-leningportefeuille kan wel aantrekkelijk zijn. Twee voorwaarden zijn dan van belang. Ten eerste moet de investering voldoende groot zijn om de transactiekosten te rechtvaardigen. Ten tweede moet het instrument verhandelbaar en voldoende liquide zijn, zodat belegger hun portefeuille tegen evenredige transactiekosten kunnen aanpassen of de securitisaties kunnen verkopen bij een verwachte verslechtering van de kredietkwaliteit.

Een diepere asset-backed securities (ABS) markt voor mkb-leningen kan mkb-bedrijven helpen om hun financieringsbronnen te diversifiëren door gebruik te kunnen maken van de fondsen van niet-bancaire investeerders. Deze markt komt niet vanzelf tot stand. Enerzijds kunnen hier belemmeringen vanuit regulering spelen, zoals de hoeveelheid kapitaal die institutionele investeerders en banken moeten aanhouden wanneer zij in ABS investeren. Voor institutionele investeerders kan het daarmee een relatief minder aantrekkelijke investering zijn. Anderzijds is de informatieasymmetrie tussen investeerders en de uitgevers van de ABS met mkb-leningen een probleem: investeerders hebben minder informatie dan de bank over de kwaliteit van de leningen in de portefeuille. Investeerders zullen overtuigd moeten worden dat de bank niet een selectie leningen van ‘slechtere kwaliteit’ verkoopt. Twee oplossingen kunnen deze imperfectie wegnemen. Ten eerste betrekken banken credit rating agencies om due diligences op het proces van selecteren en managen van leningen te doen, en om de performance van de portefeuilles te analyseren met behulp van historische data. Ten tweede kunnen banken loan-level data beschikbaar stellen aan investeerders zodat zij zelf een inschatting kunnen maken van het kredietrisico in de portefeuille.

In Europa heeft de ECB in samenwerking met de markt reeds initiatieven genomen om loan-level data van securitisaties centraal via het European Datawarehouse beschikbaar te stellen.

⁴⁸ Zie [dit rapport](#) van de EC.

Ondanks de geschapen standaarden voor transparantie kan informatieasymmetrie nog verder worden verkleind door verdere standaardisatie van mkb-leningen die banken securitiseren. Mkb-leningen zijn behoorlijk heterogeen: leningen aan grote en kleine bedrijven, met verschillende juridische vormen (nv, bv, VoF, eenmanszaak), verschillen in onderpand (voorraden, gebouwen), verschillen in senioriteit (achtergesteld, senior loan, handelskrediet). Heterogeniteit in een gesecuritiseerde lening portefeuille maakt de analyse van het kredietrisico op portefeuille niveau lastig. Verdergaande standaardisatie van leningen, bijvoorbeeld door het ontwikkelen van 'off-the-shelf' versies van (niet-bancaire) schuldinstrumenten voor mkb-bedrijven, kan dit oplossen (Bank of England en ECB, 2014).⁴⁹ Verdergaande standaardisatie van voorwaarden, leningdocumentatie en beprijzing van mkb-leningen heeft in de VS geleid tot gebruiksvriendelijke 'off-the-shelf' producten die eenvoudig en aantrekkelijk zijn voor investeerders en issuers.

Naast dat verdergaande standaardisatie investeerders in staat stelt de kasstromen en kredietrisico's beter in schatten, kan het ook voor banken de administratieve kosten verlagen. In combinatie met de lagere risicokosten door standaardisatie, zoals beschreven in de alinea hierboven, kan dit resulteren in een lagere spread op leningen aan het mkb. Of banken deze voordelen daadwerkelijk doorgeven hangt onder meer af van de concurrentie in de bancaire sector.

Kredietregisters om informatieasymmetrie te verminderen

Om het aandeel niet-bancaire financiering te laten toenemen is het van belang de transparantie en kwaliteit van kredietgegevens te vergroten. Immers, betere uitwisseling van informatie tussen kredietverstrekkers en -nemers verkleint de informatie- en verbetert de toegang tot financiering. Peria en Singh (2014) bestuderen het effect van de oprichting van kredietbureaus op bedrijfsfinanciering. Ze vinden dat de aanwezigheid van private kredietbureaus de toegang tot financiering kan vergroten, de rente verlagen, de looptijd verlengen en de omvang van werkkapitaal gefinancierd door banken vergroten. Kleine, weinig ervaren en meer ondoorzichtige bedrijven profiteren het meest van de uitwisseling van informatie middels een kredietbureau. Peria en Singh (2014) vinden dat de oprichting van een centraal kredietregister geen effect heeft op bedrijfsfinanciering. Het aanjagen van de markt van kredietbeoordelingsbureaus is daarmee een concrete aanbeveling. Ondanks dat de literatuur geen effecten vindt, is het oprichten van een centraal kredietregister in onze ogen een 'no regret' optie. Hieronder werken we beide opties verder uit.

Drie grote organisaties domineren momenteel de kredietbeoordelingsmarkt: Moody's, Standard & Poor's en Fitch. Volgens het huidige business model worden bureaus betaald door de klanten die ze moeten beoordelen. Omdat er in de markt meer waarde wordt gehecht aan een beoordeling door een bekend kredietbureau, geven bedrijven de voorkeur aan een bureau met een grote naam. Daarnaast belemmert Europese regelgeving de toegang van kleine kredietbeoordelaars. Europees beleid is gericht op het bevorderen van concurrentie tussen bestaande kredietbureaus en het wegnemen van barrières voor nieuwe toetreders (ECB, 2010). Tegelijkertijd mogen banken niet rekenen met hoge ratings wanneer ze afkomstig zijn van een klein bureau, wat met het oog op de waarborging van de kwaliteit van ratings niet onbegrijpelijk is. Een voorbeeld van hoe moeilijk het is de concurrentie aan te gaan met de drie grote bureaus

⁴⁹ Zie ook deze [speech](#) door Yves Mersch op IMN Global ABS Conference, Barcelona, 11 June 2014.

is de poging van de Duitse zakenman Roland Berger om een onafhankelijk, non-profit Europees kredietbureau in de vorm van een stichting op te richten in 2012. Het bureau zou opereren via een niet-traditioneel business model waarbij niet de uitgevers van effecten, maar de investeerders betalen voor de rating. Berger is er echter niet in geslaagd de benodigde 300 mln euro aan startkapitaal op te halen.

Een kredietregister verlaagt relatief eenvoudig de monitoringkosten voor banken en andere financiers van bedrijven. Relevante informatie voor financiers ligt nu vaak besloten in verschillende bronnen. Een kredietregister bundelt die informatie en stelt deze ter beschikking aan financiers. In een aantal Europese landen bestaan dergelijke registers, of is er een wetsvoorstel in de maak. Tabel 5.1 geeft een overzicht. Het inrichten van een kredietregister is geen oplossing voor de korte termijn, lijkt een kredietregister op de langere termijn een 'no-regret'-optie.

Tabel 5.1 Europese landen met een kredietregister

Publiek kredietregister voor bedrijven	Geen kredietregister voor bedrijven
België	Nederland
Frankrijk	Noorwegen
Italië	Zweden
Spanje	Finland
Portugal	Denemarken
Duitsland	Griekenland
Oostenrijk	Verenigd Koninkrijk

Bron: World Bank (2014), [Bank of England \(2015\)](#).

5.2.3 Waarde van de upside voor investeerders vergroten

In Europa is het aandeel snel groeiende bedrijven lager dan in de VS. Ook het aantal bedrijven met een gemiddelde groei is lager dan in de VS, evenals het aantal krimpende bedrijven. Ten opzichte van de VS heeft Europa in termen van groei een groot aandeel 'statische' bedrijven. Dat wil zeggen dat in een periode van 3 jaar deze bedrijven niet uitbreiden noch krimpen (Nesta, 2010). Om voor investeerder een aantrekkelijke casus te maken is groei van bedrijven van belang. Als in een portfolio van kleine bedrijven een paar bedrijven zitten die doorstoten naar de wereldtop, neemt de upside van zo'n portfolio voor equityinvesteerders enorm toe. In deze sectie benoemen we drie problemen die de upside voor investeerders kunnen vergroten.

Belemmerende wet- en regelgeving

In het algemeen is het regelgevend kader in Europa in vergelijking met veel andere landen van relatief goede kwaliteit. Toch zijn er in de van toepassing zijnde Europese en nationale wet- en regelgeving punten aan te wijzen die barrières kunnen zijn om in Europese bedrijven te investeren.

Arbeidsmarktregulering kan een belemmering zijn voor groei van bedrijven. Inflexibele arbeidsbescherming belemmert zowel bedrijven met het experimenteren met onzekere groei kansen als de verdeling van arbeid naar meer productieve doeleinden (Scheele et al., 2013). Als gevolg hiervan zijn sectoren waarin innovaties plaatsvinden met hoge investeringsrisico's kleiner in landen met strenge arbeidsbescherming (Bartelsman et al. 2010; Bartelsman et al. 2008). Uit onderzoek naar de samenhang tussen financieringsmogelijkheden van een bedrijf en

arbeidsbescherming blijkt dat arbeidsbescherming de investeringen per werknemer vermindert (Cingano et al., 2010). Dit effect treedt vooral op bij bedrijven in sectoren met veel werknemer-reallocaties en is sterker voor bedrijven met liquiditeitskrapte. Echter, arbeidsbescherming is ook nodig om werkgevers maatschappelijk efficiëntere beslissingen te laten nemen bij het in dienst nemen en houden van werknemers. Immers, werkgevers nemen de maatschappelijke kosten van ontslag niet mee. De optimale vormgeving van werkgeversverplichtingen is niet eenvoudig te duiden en verdient verder onderzocht te worden (Euwals et al., 2014).

Minder grote thuismarkt

Een tweede soort barrière zijn factoren die het groeien van bedrijven bemoeilijken. In Nederland speelt de grootte van de markt daarbij een belangrijke rol. Voor veel innovatieve producten is de afzetmarkt in Nederland te klein om de investering in onderzoek en ontwikkeling terug te verdienen – deze investeringen worden pas rendabel als buitenlandse markten bediend kunnen worden. Een goed functionerende Europese interne markt en handelsverdragen met Noord-Amerika kunnen een deel van de barrières van internationaal zakendoen wegnemen. Andersoortige doorgroeibelemmeringen hebben betrekking op de mogelijkheid om een onderneming snel te kunnen reorganiseren of verplaatsen als dat nodig is. Hierbij kan wet- en regelgeving een beperkende factor zijn, bijvoorbeeld als het gaat om de arbeidsmarkt, faillissementen en ruimtelijke ordening.

Makkelijker exit voor private equity investeerders

Als private equityinvesteerders een aandeel nemen in een bedrijf, doen ze dat omdat ze er wat mee willen verdienen. Dat kan doordat het bedrijf dividend uitkeert aan de eigenaren, maar ook door het bedrijf van de hand te doen als de waarde is toegenomen. Dat betekent wel dat er ook echt een markt moet zijn voor dergelijke verkoop van bedrijven. Er zijn verschillende exitstrategieën mogelijk. Een private equityinvesteerder kan een bedrijf naar de beurs brengen, verkopen aan een ander bedrijf dat op die manier wil groeien of verkopen aan een andere investeerder.⁵⁰

De exitmarkten in Europa verschillen met die in de VS. Een eerste verschil is dat er in Europa een zwakke publieke markt is voor kleine en jonge bedrijven. Voor private-equityinvesteerders is het dus lastig om bedrijven naar de beurs te brengen in Europa. In de jaren 90 hebben verschillende landen in Europa Amerika's NASDAQ geprobeerd te dupliceren. Voorbeelden zijn de Duitse Neuer Markt, de Franse Nouveau Marche, in Londen gevestigde Techmark en EASDAQ in Brussel. Met het uiteenspatten van internetzeepbel zijn de meeste van deze markten opgegaan in de belangrijkste aandelenmarkten. Gezien de zwakke publieke markt voor kleine bedrijven in Europa is de belangrijkste weg voor hun exit een *trade sale*, dat wil zeggen een verkoop aan een ander bedrijf (fusie of overname) of een andere investeerder. Empirische bewijs laat zien dat de opbrengsten van *trade sale* lager zijn dan van vergelijkbare IPO's (Gompers, 1995). Dus het ontbreken van een goed functionerende aandelenmarkt kan een belangrijke reden zijn waarom private-equityfirma's in Europa minder goed presteren dan hun Amerikaanse concurrenten.

⁵⁰ Soms wordt ook leveraging up genoemd als partiële exit door een investeerder. In onze ogen is hier geen sprake van een exit, hooguit van een verschuiving van risico's van de ene investeerder naar de andere.

Een tweede verschil tussen Europa en de VS is dat de grootste beleggers in private-equityfondsen in Europa banken zijn. In de VS beleggen pensioenfondsen veel meer in private equity en venture capital. In een aantal Europese landen is dit niet, dan wel in beperkte mate, toegestaan. Banken en pensioenfondsen verschillen in risicobereidheid en de termijn waarop rendement moet worden gemaakt. Gompers en Lerner (1998) dragen dit aan als een reden voor de verschillen in ontwikkeling van de private-equity- en venture-capitalmarkten in Europa en de VS. Het meer mogelijk maken voor pensioenfondsen om te beleggen in private equity en venture capital zou kunnen helpen een meer diverse markt voor exit te creëren.

5.2.4 Verbeteringspotentieel in afwikkeling van faillissement

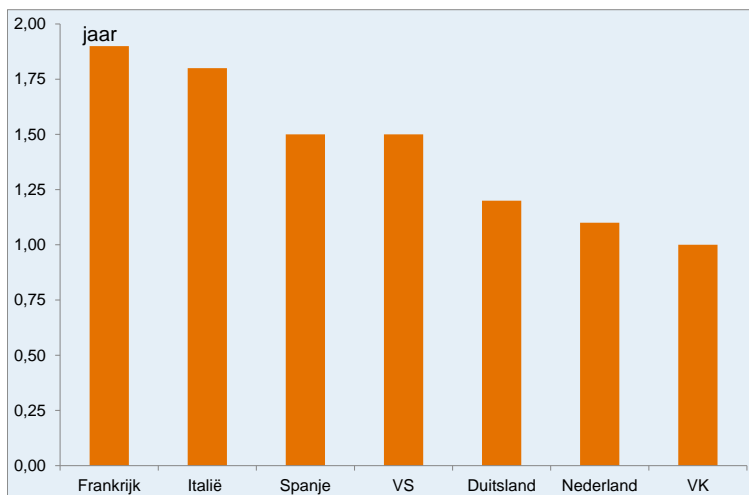
Voor investeerders is het van groot belang dat zij hun investering(en) zonder belemmeringen kunnen afbouwen. Bij een succesvolle investering betekent dat dat een investeerder zijn aandelen makkelijk moeten kunnen verkopen aan een andere investeerder of op de beurs. Als de start-up niet succesvol blijkt, dan moet de venture capitalist de onderneming snel en goedkoop kunnen opheffen. Een transparante en robuuste afwikkeling van een faillissement kan de toegang tot financiering voor bedrijven dus vergemakkelijken. De reden is dat investeerders minder risico lopen in het geval als een bedrijf failliet gaat. Een andere manier om hiernaar te kijken is dat de waarde van onderpand ex ante bepaald wordt door de mate waarin de rechten van de financiers om verpande bezittingen op te eisen ex post overeind blijven en de snelheid waarmee dergelijke claims tot uitvoer kunnen worden gebracht.

De gemiddelde afwikkelingsduur van een faillissement varieert tussen Europese landen van een tot twee jaar, zie Figuur 5.1. Een oorzaak hiervan zijn verschillen in de nationale wetgeving tussen Europese landen met betrekking tot insolventie van bedrijven en mogelijkheden ten aanzien van herstructurering van schulden. Beide vormen een barrière voor de integratie van Europese kapitaalmarkten. Hoewel volledige harmonisatie van Europese faillissementswetgeving op korte termijn niet waarschijnlijk is, valt er wel winst te boeken bij de afwikkeling van een faillissement van een ondernemingsgroep met vestigingen in verschillende landen. Dergelijke faillissementen brengt met zich mee dat rechtbanken uit verschillende landen onderling informatie moeten uitwisselen en parallel lopende procedures op elkaar afstemmen. Problemen variëren van de vraag of het formele nationale (faillissement)procesrecht dergelijke samenwerking toestaat, tot en met communicatieproblemen als gevolg van tussen jurisdicties verschillende juridische concepten. Modernisering van Europese faillissementswetgeving kan een belangrijke bijdrage leveren aan de integratie van Europese kapitaalmarkten door deze problemen op te lossen, en procedures op te stellen hoe rechters en curatoren uit verschillende landen met elkaar moeten samenwerken.

Daarnaast blijkt uit het 'Doing Business 2015' rapport van de World Bank Group (2014) dat er ruimte voor verbetering in Nederland is ten aanzien van de transparante en robuuste afwikkeling van faillissementen. Een mogelijke verbetering is het vergroten van de overlevingskansen voor ondernemingen waarvoor faillissement dreigt. Herstructurering van schulden is in het huidige insolventieraamwerk niet altijd mogelijk. Crediteuren en aandeelhouders, die zich onredelijk opstellen bij een reddingsplan voor een onderneming, kunnen niet worden gedwongen om mee te werken aan een reddingsplan. In plaats van een doorstart te maken, moet een onderneming in een situatie waar een (of meer) schuldeiser(s) tegenwerkt in de praktijk vaak noodgedwongen het faillissement aanvragen.

Ook is het voor financiers die die bereid zijn om een noodkrediet te verschaffen aan een noodlijdende onderneming momenteel bijzonder risicovol. Ook als de financier van het noodkrediet een overeenkomst sluit met de noodlijdende onderneming over de zekerheden die zij krijgt bij faillissement. Als de onderneming in kwestie alsnog failliet gaat, kan de curator namelijk in het belang van andere crediteuren handelen en de zekerheidsstelling van de noodfinancier afwijzen. Dit verkleint de overlevingskansen van ondernemingen waarvoor faillissement dreigt aanzienlijk.

Figuur 5.1 Aantal jaren om een insolventie af te wikkelen



Bron: [World Bank](#).

5.3 Transitie vergemakkelijken

De transitie naar een evenwicht met meer marktfinanciering gaat niet vanzelf vanwege marktfalen, zie hoofdstuk 2. Ook betekent meer marktfinanciering meer eigen vermogen, en het opbouwen daarvan kost tijd. De overheid kan deze transitie faciliteren door de markt voor equity-financiering voorwaarts te helpen en belemmeringen wegnemen voor alternatieve financieringsplatformen. Het bestaande overheidsinstrumentarium om financieringsproblemen bij bedrijven te verkleinen richt zich echter vooral op schuldfinanciering.

5.3.1 Overheidparticipatie in equity fondsen

Financiële kengetallen tonen aan dat de financiële positie van het mkb, en dan vooral van het microbedrijf, verzwakt is door de crisis. Meer dan de helft van de microbedrijven had in de periode 2009-2011 te kampen met een dalend eigen vermogen (Van Beers et al., 2014). Ook volgens De Winter (2014) is de verslechterde financiële positie van het Nederlandse mkb een van de oorzaken van het relatief hoog afwijzingspercentage van kredietaanvragen. Ook uit onderzoek van [Panteia \(2013\)](#) blijkt dat een groot deel van het Nederlandse mkb niet in aanmerking komt voor krediet vanwege een te lage solvabiliteit. Zoals economische theorie in hoofdstuk 2 laat zien is voor het verkrijgen van financiering belangrijk dat bedrijven beschikken over voldoende eigen vermogen.

Een grotere markt voor participaties door equityfondsen draagt bij aan een snellere opbouw van eigen vermogen bij bedrijven. Hier speelt potentieel marktfalen, maar nader onderzoek zou dit moeten uitwijzen. Er kan sprake zijn van schaafeffecten: kleine equityfondsen kunnen

minder goed diversifiëren, terwijl een grotere markt ook de verkoop van participaties makkelijker maakt. Ook kan een gebrek aan vertrouwen bij financiers het kapitaal aanbod in equityfondsen beperken. Bij het ontbreken van voldoende onderpand (want anders konden mkb-bedrijven wel financiering krijgen) en een onvoldoende eigen vermogen, moet de investeerder afgaan op de reputatie van de ondernemer. Omdat reputaties opbouwen tijd kost, kan de overheid reputatievorming bevorderen bij investeerders en ondernemers. Dit kan door goede randvoorwaarden te creëren, denk aan een keurmerk of transparant toezicht. Daarnaast kunnen volume en schaal worden vergroot door tijdelijke participatie in equityfondsen. Daarbij is van belang vooraf een geloofwaardige exitstrategie te formuleren, bijvoorbeeld om overheidsparticipatie binnen tien jaar af te bouwen

5.3.2 Barrières wegnemen voor alternatieve financieringsplatformen

Alternatieve financieringsplatformen, zoals crowdfunding en kredietunies, groeien snel, maar zijn vooralsnog nichemarkten. Om de groei van alternatieve financieringsplatformen te bevorderen kan de overheid beperkende factoren wegnemen.

Een eerste potentiële belemmering is wet- en regelgeving. Bijvoorbeeld bij crowdfunding is, afhankelijk van de structuur van het platform, sprake van AFM en/of DNB-toezicht. Kredietunies met meer dan tien miljoen euro aan opvorderbare gelden hebben een bankvergunning nodig. Zonder uitspraak te doen over de rol en wenselijkheid van financieel toezicht, kunnen de administratieve lasten van toezicht startende initiatieven in de weg staan.⁵¹

Een andere belemmering voor de doorgroei van crowdfunding of kredietunies is een gebrek aan transparantie. Het risico bestaat nieuwe alternatieve platformen onvoldoende transparantie bieden over de risico's van investeren via crowdfunding. Hierbij gaat het bijvoorbeeld om een eenduidige en heldere informatievoorziening op de websites van de platforms en eenduidigheid van financiële transacties.⁵² Een aantal oplossingen kunnen het vertrouwen in deze platforms te stimuleren. Een eerste mogelijkheid is een gedragscode door een branchevereniging met afspraken waar de platforms zich aan willen houden. Om geloofwaardigheid hieraan te geven kan de branchevereniging aan de overheid rapporteren over de voortgang van toepassing van de gedragscode. Een tweede mogelijkheid is actieve betrokkenheid van de overheid bij het doorontwikkelen van deze platforms. De overheid helpt dan direct reputaties te vormen. Investeerders kunnen actieve betrokkenheid van de overheid interpreteren als een kwaliteitsstempel. Daarnaast kunnen toezichthouders een minimaal transparantieniveau eisen door crowdfundingplatforms te dwingen alle defaults binnen het platform te publiceren. Dit maakt het trackrecord en de daarmee samenhangende risico's van het platform inzichtelijk.

⁵¹ Gezamenlijk met de Europese Commissie wordt verkend of, en onder welke voorwaarden, Nederlandse kredietunies kunnen worden uitgezonderd van CRD regelgeving zoals dat ook in sommige andere Europese landen is gebeurd, zie [kabinetsreactie kredietunies van 11 november 2013](#). In Nederland is de opkomst van kredietunies een nieuwe ontwikkeling, waardoor eventuele vrijstelling van CRD regelgeving niet eerder aan de orde is geweest. Dit in tegenstelling tot landen als het VK en Ierland die een lange historie van kredietunies, en bijbehorende regelgeving, kennen. Kredietunies in het VK en Ierland hebben al decennia een vrijstelling van CRD-regelgeving.

⁵² Zie kamerbrief [crowdfunding](#).

Bijlage: Overzicht knelpunten traditionele niet-bancaire financieringsvormen

Tabel B.1 Knelpunten traditionele niet-bancaire financieringsvormen in Nederland

Financieringsvorm	Voorbeelden Nederland	Financieringsdoel	Succes	Knelpunten
Beurs	Euronext	- internationale beurs waar gehandeld wordt in genoteerde effecten en derivaten	<p>Euronext is enkel bedoeld voor grote bedrijven met een grote kapitaalbehoefte en is daarom geen alternatief voor het mkb.</p> <p>De aandelenhandel op de Amsterdamse beurs sinds 2006 met 55% is afgenomen. Een daling van de liquiditeit maakt de Amsterdamse beurs minder aantrekkelijk voor zowel investeerders als ondernemingen en zorgt daarmee voor een verdere afname van liquiditeit en mogelijk het aantal nieuwe beursgangen.</p>	<p><i>Bedrijven</i></p> <ul style="list-style-type: none"> -kosten van aandelenemissie - minimale grootte IPO - verplichting informatieverstrekking - risico koersverloop <p><i>Investeerders</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - geïnteresseerd in kwalitatief hoogstaande aandelen
Private equity en venture capital (durfkapitaal)	Participatiemaatschappijen	- (tijdelijke) aandeelhouder in een bedrijf - voornamelijk gericht op fusies, overnames of grote groeiplannen - minimale kredietgrootte €250.000	<p>Private equity en venture capital spelen een belangrijke rol in de financiering van Nederlandse bedrijven. Investerings van participatiemaatschappijen in Nederlandse bedrijven nemen sterk toe, van €1.4 mrd in 2012 naar €2.4 mrd in 2013. Dit is grotendeels te danken aan investeringen van internationale partijen.</p> <p>Fondswerving van Nederlandse participatiemaatschappijen (vooral venture capital fondsen) is het afgelopen jaar wel teruggelopen. Nederlandse pensioenfondsen hebben weinig belegd in participatiemaatschappijen. Mogelijke verklaring is wet- en regelgeving.</p>	<p><i>Bedrijven</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - private equity niet aantrekkelijk vanwege mede-eigenaarschap <p><i>Participatiemaatschappij</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - aantrekken van kapitaal steeds moeilijker - gericht op grote investeringen met hoge rendementen

	<p>Informele investeerders (business angels) en Family offices</p>	<p><i>Informele investeerders</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - vermogende (ex-) ondernemers die eigen vermogen investeren in andere bedrijven - gericht op jonge, startende bedrijven - gemiddelde investering €50.000-€250.000 <p><i>Family offices</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - adviesorganisatie die door extreem vermogende particulieren wordt opgericht om hun kapitaal te beheren. - minimale investering €2.000.000 	<p>Veel ondernemers zijn nog onbekend met het begrip business angel of een business angel netwerk. Omdat de markt van informele investeerder niet transparant is de omvang van de markt niet bekend.</p>	<p><i>Bedrijven</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - weinig kennis over rol die durfinvesteerders spelen - ondernemers en investeerders moeite elkaar te vinden - bang voor meerderheidsbelang - hoge eisen investeerder <p><i>Investeerder</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - exit uit doorgroeiende start-ups moeilijk door het kleinere financieringsaanbod van banken en private equity - hoge rendementsverwachting
Ketenfinanciering	Factoring	<ul style="list-style-type: none"> - financiering werkkapitaal - verkoop of verpanding van een deel van de debiteurenportefeuille aan een factormaatschappij in ruil voor directe uitbetaling van een deel van de waarde van de uitstaande vorderingen - vooral geschikt voor startende en groeiende ondernemingen 	Factoring is erg beperkt voor het kleinbedrijf.	<ul style="list-style-type: none"> - onbekendheid - complex - duur - door ondergrens omzet niet geschikt voor kleinste bedrijven
Leasing		<ul style="list-style-type: none"> - financiering werkkapitaal - kapitaalgoed door financier aangekocht en beschikbaar gesteld aan bedrijf - geen inleg eigen vermogen 	Leasing wordt in Nederland nog relatief weinig gebruikt. 25% van de Nederlandse bedrijven maakt gebruik van lease voor de financiering van bedrijfsmiddelen, tegenover 40% in de rest van Europa.	<p><i>Bedrijven</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - onbekendheid - te duur
Overheidsgaranties	Borgstelling MKB-kredieten (BMKB)	<ul style="list-style-type: none"> - overheid staat borg voor 67,5% op bedrijfsleningen tot €1.5 mln - gericht op bedrijven met te weinig zekerheden - gebruikt door verschillende banken niet niet-bancaire financiers zoals Credits 	BMKB is een succesvolle regeling. De overheid staat op dit moment voor €2.3 mrd borg op MKB-kredieten (zie Rijksbegroting). De regeling is de afgelopen jaren al enkele keren verruimd. Toch is de afgelopen jaren de BMKB onderbenut.	<ul style="list-style-type: none"> - voorwaarden voor de garantie zijn te beperkend - hoogte van de garantie is ontoereikend

Tabel B.2 Stimulering bestaande financieringsbronnen en nieuwe alternatieve financieringsbronnen

Financieringsvorm/Initiatief	Voorbeelden Nederland	Financieringsdoel	Succes tot nu toe
Garanties	Groeifaciliteit (2007)	garantie van 50% op bankfinanciering tot €5 mln (achtergestelde leningen) en op risicodragend vermogen van participatiemaatschappijen tot €25 mln	Gebruik blijft achter bij verwachting, maar is in 2014 sterk toegenomen (zie beleidsevaluatie Groeifaciliteit en RVO). Banken hebben de afgelopen jaren nagenoeg geen achtergestelde leningen verstrekt. In 2014 hebben zij weer meer aanvragen ingediend.
	Garantie Ondernemingsfinanciering (GO) (2009)	- staatsgarantie van 50% op bankleningen - gericht op grote en middelgrote bedrijven - financieringsbehoefte €1.5 mln-€150 mln	Er staat voor ongeveer €2 mrd aan GO-leningen uit (ruim €1 mrd aan garanties). Afgelopen jaren toch sprake van onderbenutting. De voorwaarden om in aanmerking te komen voor de garantie worden als te beperkend ervaren en de hoogte van de garantie als ontoereikend.
	COSME-programma (2014)	- een EU-programma voor het verbeteren van het concurrentievermogen van het MKB - financieringsgaranties voor financiële instellingen om hen te helpen meer leningen en financiële leasings te verstrekken aan MKB'ers - investeringen in venture capital fondsen - gepland budget € 2,3 mrd voor 2014-2020	COSME is de opvolger van het programma CIP. Hiermee is sinds 2007 ruim 2.3 mrd in aandelen belegd. Over het succes in Nederland is weinig bekend.
MKB-beurs			Alternatieve beursplatformen voor mid en small cap hebben tot nu toe weinig succes. - Vergelijkbare platformen in het buitenland profiteren van bepaalde (fiscale) stimuleringsmaatregelen van de overheid. - Verdere afname van liquiditeit zal de aantrekkingskracht van de Amsterdamse beurs voor small en mid cap ondernemingen doen verschromelen, want dit segment heeft zowel de liquiditeit nodig die gegenereerd wordt door de grote ondernemingen als de lokale investeerder die activiteit aantrekt van buitenlandse investeerders.
	Alternext (2008)	- niet gereguleerde beurs (volgens AFM richtlijnen) voor MKB - omvang financiering €250.000-€30.000.000	Wegens gebrek aan succes wordt de stekker eruit getrokken. Mogelijke verklaringen zijn (1) te weinig promotie van het platform, (2) gebrek aan fiscale stimulering om in kleine bedrijven te beleggen en (3) de behoefte van beleggers om te beleggen in een gereguleerde markt.
	NPEX (2010)	- beurs voor niet-genoteerde effecten - kapitaalbehoefte vanaf €250.000 - niet voor starters, vooral voor bedrijven met sterke groeiambities	Omdat het proces en de producten gestandaardiseerd zijn, zijn de kosten en daarmee de toetredingsdrempel laag. Ruim 30 bedrijven zijn op de beurs genoteerd. Het belegde vermogen bedraagt €165 mln. Het aantal publiek verhandelbare obligaties is echter nog gering.

	EnterNext (2013)	<ul style="list-style-type: none"> - marktkapitalisatie tot €1 mrd (B- en C-segment van Euronext) - biedt bedrijven extra ondersteuning, begeleiding en service - specifieke financieringsinstrumenten bedoeld voor MKB, zoals bedrijfsobligaties 	Geen informatie over EnterNext Nederland. Enternext is een succes en heeft internationaal (4 landen) in het eerste jaar 47 bedrijven naar de beurs gebracht. 62 Nederlandse bedrijven hebben op dit moment een beursnotering (in het B- en C-segment van Euronext of Alternext) met een totale marktkapitalisatie van €13 mrd.
MKB-fondsen	Dutch Venture Initiative (2012)	<ul style="list-style-type: none"> - investeringsfonds gefinancierd door de overheid en het Europees Investeringsfonds (EIF) - investeringen in Nederlandse participatiemaatschappijen die investeren in snel groeiende, innovatieve bedrijven - fondsomvang €150 mln 	<ul style="list-style-type: none"> - Meer dan de helft van het fonds is geïnvesteerd in een tiental fondsen. Belegt in fondsen waarin private beleggers minimaal 50% meefinancieren, dus financieringsruimte voor het MKB is extra vergroot. - Wegens succes wordt het fonds met €100 mln uitgebreid.
	Innovatiefonds MKB+ (2005), (vroeger SEED Capital scheme)	<ul style="list-style-type: none"> - fonds gefinancierd door de overheid met 3 pijlers: 1) innovatiekrediet → lening aan bedrijven met innovatieve projecten 2) seed-capital regeling → kapitaal aan investeringsfondsen die risicokapitaal investeren in technostarters en creatieve starters (maximale investeringsbedrag per technostarter €3.5 mln) 3) fund-of-funds → opstart van nieuwe investeringsfondsen die investeren in snelgroeiende, innovatieve bedrijven - tot en met 2015 €500 mln beschikbaar - Terugbetaling financiering, waardoor krediet steeds opnieuw kan worden geïnvesteerd 	Een pijler van het fonds, het innovatiekrediet, is de afgelopen jaren succesvol gebleken (zie evaluatie EZ).
		<ul style="list-style-type: none"> - € 500 mln overheidsgarantie voor financiering van het door private investeerders nog op te richten AGL 	fonds in oprichting
	Achtergestelde Leningenfondsen (AGL)	<ul style="list-style-type: none"> - fonds gefinancierd door Euronext Amsterdam, banken, institutionele investeerders en Robeco - co-financiering met eigen bank 	actief sinds medio 2014
	NL Ondernemingsfondsen (NLOF) (2014)	<ul style="list-style-type: none"> - leningen voor het grotere MKB (leningen vanaf €10 mln aan bedrijven met omzet vanaf €25 mln) 	
Crowdfunding		<ul style="list-style-type: none"> - ophalen van geld bij een grote massa investeerders of donateurs via een crowdfunding platform - voor startende, vaak creatieve bedrijven - vooral gericht op het segment onder €250 dzd 	De omvang van crowdfunding is de afgelopen jaren sterk toegenomen. De opgehaalde ondernemingsfinanciering zal naar verwachting groeien van bijna €28 mln in 2013 naar €85 mln in 2014 en €255 mln in 2015. Crowdfunding is nog geen volwaardig financieringsinstrument. Knelpunten: <ul style="list-style-type: none"> - onbekendheid

			<ul style="list-style-type: none"> - onduidelijkheid over regelgeving - onzekerheid over risico's, dynamiek en impact * projecten of bedrijven met een hoog risico op mislukking * informatie asymmetrie en gebrek aan transparantie--> <p>Door de anonimiteit van internet kunnen eigenaren makkelijk misleidende informatie communiceren.</p> <p>* operationele risico's--> 1) platforms vaak geleid door kleine ondernemers met weinig ervaring en beperkte geldmiddelen, 2) cyberaanvallen</p>
Kredietunies		<ul style="list-style-type: none"> - coöperatieve financiële instellingen die kredieten aan haar leden verschaffen - financiering via deposito's van de lokale gemeenschap - omvang financiering tot €250 dzd 	Kredietunies moeten voldoen aan regelgeving voor financiële instellingen. Voor het aantrekken van opvraagbare tegoeden is een bankvergunning vereist. Er ligt een wetsvoorstel waarmee kredietunies met een beperkte omvang geen bankvergunning nodig hebben en niet onder streng (of slechts beperkt) toezicht staan.
Microkrediet	Qredits (2009)	<ul style="list-style-type: none"> - onafhankelijke en private kredietverstrekkers - gefinancierd door de overheid, leningen van verschillende banken en verzekeraars en het Microfinanciering Nederlands Fonds, waarin private financiers middels obligaties kunnen beleggen. - biedt Microkrediet en MKB-krediet aan starters en bestaande bedrijven die een bedrijf willen (door)starten en geen lening kunnen krijgen - omvang financiering tot €150 dzd 	Qredits is succesvol. Sinds 2009 is er voor €82 mln (5 dzd kredieten) verstrekt aan kleine ondernemingen. De default ratio is met 4% laag. De overheidsbijdrage wordt met €100 mln verhoogd om de dienstenportfolio te verruimen. Onderzocht wordt of het maximale krediet verhoogd kan worden tot €250 dzd en of het mogelijk is rekening-courant te verstrekken via Qredits.
Overige initiatieven	Nederlandse Investeringsinstelling (NII)	<ul style="list-style-type: none"> - private instelling, in handen van 13 pensioenfondsen, pensioenuitvoerings-organisatie en verzekeraars - brengt vraag en aanbod bij elkaar en maakt investeringsprojecten aantrekkelijker voor institutionele beleggers 	in oprichting
	Vroege fase financiering (2014)	<ul style="list-style-type: none"> - risicodragende leningen gefinancierd door overheid - innovatieve starters en gevestigde bedrijven - budget €25 mln t/m 2019 	regeling ingegaan per juli 2014
	Ondernemend Oranje Kapitaal (OOK, 2013)	<ul style="list-style-type: none"> - fonds van Nederlandse ondernemers en ondernemingen dat investeert in MKB'ers door middel van een minderheidsbelang of achtergestelde leningen 	
	EIB-lening (2009)	<ul style="list-style-type: none"> - omvang financiering minimaal €250 dzd - funding van de EIB aan Europese banken om leningen te verstrekken aan het MKB tegen gunstige voorwaarden - omvang financiering €250 dzd - €12.5 mln 	In de periode 2009-2013 heeft de EIB 6.8 mrd in Nederland geïnvesteerd. De EIB verwacht dat haar activiteiten de komende jaren nog verder toe zullen nemen.

Standard Business
Reporting (SBR)
Programma

- verbetering kredietinformatie MKB door standaardisatie samenstelling en aanlevering financiële rapportages
- administratieve lastenverlichting
- betere kwaliteit rapportages en betere samenwerking gegevensuitwisseling
- betere risico-inschatting voor beoordeling kredietaanvragen

Voor diverse rapportages wordt SBR als verplichte aanlevermethode gefaseerd ingevoerd. Vanaf 2015 is SBR voor aanlevering van deze rapportages verplicht en zal het effect op de financiering aan bedrijven duidelijk worden.

Referenties

- Arcand, J.L., E. Berkes en U. Panizza, 2012, Too much finance?, IMF Working Paper.
- Atanassov, J., 2015, Arm's Length Financing and Innovation: Evidence from Publicly Traded Firms, *Management Science*.
- Bank of England en ECB, 2014, [The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them](#), Short paper.
- Bank of England, 2015, [The Bank of England's Response to the European Commission Green Paper: Building a Capital Markets Union](#), mei, 2015.
- Bhattacharya, S. en J.R. Ritter, J. 1983, Innovation and communication: Signalling with partial disclosure, *The Review of Economic Studies*, vol. 50(2): 331-346.
- Beck, T., H. Degryse, R. de Haas en N. van Horen, 2014, When arm's length is too far. Relationship banking over the business cycle, DNB Working Paper.
- Beck, T., en R. Levine, 2004, Stock markets, banks, and growth: Panel evidence, *Journal of Banking en Finance*, vol. 28(3): 423-442.
- Beck, T., R. Levine en N. Loayza, 2000, Finance and the sources of growth, *Journal of Financial Economics*, vol. 58(1-2): 261-300.
- Beers, M. van, M. Bijlsma en G. Zwart, 2014a, Cross-country insurance mechanisms in currency unions: an empirical assessment, Bruegel Working Paper 2014/04, maart.
- Beers, N. van, R. Mocking en S. van Veldhuizen, 2014b, De financiële positie van het midden- en kleinbedrijf in Nederland, CPB Notitie.
- Beers, N. van, R. Mocking en S. van Veldhuizen, 2015, Afhankelijkheid van externe financiering en groei van mkb-bedrijven, CPB Achtergronddocument 12 februari 2015.
- Berger, A.N., M.A. Espinosa-Vega, W.S. Frame en N.H. Miller, 2011, Why do borrowers pledge collateral? New empirical evidence on the role of asymmetric information, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 20(1): 55-70.
- Berger, A.N. en G.F. Udell, 1995, Relationship lending and lines of credit in small firm finance, *Journal of Business*, vol. 68(3): 351-381.

Bertoni, F., M.G. Colombo en L. Grilli, 2011, Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects, *Research Policy*, vol. 40(7): 1028-1043.

Bijlsma, M. en G. Zwart, 2013, The changing landscape financial markets in Europe, the United States and Japan, Bruegel Working Paper.

Bootsma, B. en S. Hijink, 2014, De beurs-nv in den vreemde, IvO/ICFG Working Paper.

Bijlsma, M.J., J. Lukkezen en K. Marinova, 2014, Measuring too-big-to-fail advantages from small banks's CDS spreads, CPB Discussion Paper.

Bolton, P., X. Freixas, L. Gambacorta en P.E. Mistrulli, 2013, Relationship and Transaction Lending in a Crisis, BIS Working Papers.

Bolton, P., J. Scheinkman en W. Xiong, Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets, *Review of Economic Studies*, vol. 73(3): 577-610.

Bootsma, Bart en Steven Hijink, De beurs-nv in den vreemde (The Foreign Listed Dutch Company) (January 14, 2014, IvO/ICFG Working Paper No. 2014-01. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2378917> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2378917>.

Bozkaya, A. en W. Kerr, 2009, Labor regulations and European private equity, NBER Working Paper 15627, Cambridge, MA: NBER.

Black, A., en P. Fraser, 2002, Stock market short-termism—an international perspective. *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 12(2): 135-158.

Bloom, N., R. Sadun en J. van Reenen, 2009, Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?, CEP Occasional Paper 24. Londen: CEP.

Brown, J.R., G. Martinsson en B.C. Petersen, 2013, Law, stock markets, and innovation, *The Journal of Finance*, vol. 68(4): 1517-1549.

Burton, L.A., 2010, Toward an International Bankruptcy Policy in Europe: Four Decades in Search of a Treaty, *Annual Survey of International & Comparative Law*, vol. 5(1): Article 8.

Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi en Anil K. Kashyap, 2008, Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, *American Economic Review*, vol. 98(5): 1943-77.

Carpenter, R.E. en B.C. Petersen, 2002, Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing, *The Economic Journal*, vol. 112(477): F54-F72.

Cecchetti, S.G. en E. Kharroubi, 2012, Reassessing the impact of finance on growth, BIS Working Paper.

- Cerqueiro, Geraldo, Steven Ongena en Kasper Roszbach, 2014, Collateralization, Bank Loan Rates, and Monitoring, *The Journal of Finance*.
- Cingano, F., M. Leonardi, J. Messina en G. Pica, 2010, The effects of employment protection legislation and financial market imperfections on investment: evidence from a firm-level panel of EU countries, *Economic Policy*, vol. 25(61): 117-163.
- Cornaggia, J., Y. Mao, X. Tian en B. Wolfe, 2015, Does banking competition affect innovation?. *Journal of Financial Economics*, vol. 115(1): 189-209.
- Cournède, B., O. Denk en P. Hoeller, 2015, Finance and Inclusive Growth, *OECD Economic Policy Papers*, No. 14, OECD Publishing, Paris.
- CPB, 2011, Een bindend interventieraamwerk voor bancaire toezicht, CPB Achtergronddocument.
- CPB, 2014, Risicorapportage 2014, CPB Notitie.
- CPB, 2015, Risicorapportage 2015, CPB Notitie.
- Crawford, G.S., N. Pavanini en F. Schivardi, 2015, DP10473 Asymmetric Information and Imperfect Competition in Lending Markets.
- Cuñat, V. en L. Garicano, 2009, Did Good Cajas Extend Bad Loans? The Role of Governance and Human Capital in Cajas' Portfolio Decisions, FEDEA monograph.
- Cuthbertson, K, S. Hayes en D. Nitsche, 1997, The behavior of UK stock prices and returns: is the market efficient?, *The Economic Journal*, vol. 107(443): 986-1008.
- Davies, R., A.G. Haldane, M. Nielsen en S. Pezzini, 2014, Measuring the costs of short-termism. *Journal of Financial Stability*, vol. 12: 16-25.
- Davies, R. en B. Tracey, 2014, Too big to be efficient? The impact of implicit subsidies on estimates of scale economies for banks. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 46(s1): 219-253.
- DNB, 2014, Overzicht financiële stabiliteit najaar 2014, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- De Fiore, F., en H. Uhlig, 2011, Bank finance versus bond finance, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 43(7): 1399-1421.
- Degrijse, H., F. de Jong en V. van Kervel, 2011, Equity market fragmentation and liquidity: The impact of MiFID, Working Paper.

Demirguc-Kunt, A., L. Laeven, en R. Levine, 2003, Regulations, market structure, institutions, and the cost of financial intermediation (No. w9890). National Bureau of Economic Research.

Denis, D.J. en V.T. Mihov, 2003, The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings, *Journal of Financial Economics*, vol. 70(1): 3-28.

Diamond, D.W., 1984, Financial intermediation and delegated monitoring, *The Review of Economic Studies*, vol. 51(3): 393-414.

DNB, 2013, Omvang bedrijfsobligaties gegroeid tot boven EUR 100 miljard, Statistisch Nieuwsbericht. <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/statistisch-nieuwsbericht/dnb294971.jsp>, laatst opgeroepen: 09-04-2015.

DNB, 2014, Nieuwe statistiek laat zien dat kleinste kredieten aan het MKB het hardst krimpen, DNB Bulletin. <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2014/dnb309784.jsp>, laatst opgeroepen: 09-04-2015.

Douw en Koren, 2013, Crowdfunding: crowdfunding voor startende ondernemingen en het MKB: status, knelpunten en kansen, Advies aan het Ministerie van Economische Zaken.

ECB, 2010, Public consultation on credit rating agencies.

ECB, 2012, [ECB Monthly Bulletin February](#), ECB Frankfurt.

ECB, 2014, Financial integration in Europa, april 2014.

Enternext, 2015a, Informatieverplichtingen (transparantie), <https://www.enternext.biz/nl/enternext/genoteerde-onderneming/informatieverplichtingen>, laatst opgeroepen: 09-04-2015.

Enternext, 2015b, <https://www.enternext.biz/en/enternext/a-propos-d-enternext/faq>, laatst opgeroepen: 09-04-2015.

ESMA, 2014, Review on the application of accounting requirements for business combinations in IFRS financial statements, Report.

Euronext, 2014a, Press release, https://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/Connect_persbericht_royal_rees_ink_d.d.23_mei_2014.pdf, laatst opgeroepen: 09-04-2015.

Euronext, 2014b, Press release, <https://www.euronext.com/en/news/one-year-sme-financing-facilitator-enternext-track-meet-targets>, laatst opgeroepen: 09-04-2015.

European Commission, 2008, State aid: Commission authorises French tax scheme reducing solidarity tax on wealth with a view to promoting investment in SMEs, Press release, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-08-434_en.htm?locale=en, laatst opgeroepen: 09-04-2015.

Euwals, R., D. van Vuuren en B. ter Weel, 2014, Werken in goede gezondheid, CPB Policy Brief 2014/03.

Fatica, S., T. Hemmelgarn en G. Nicodème, 2012, The debt-equity tax bias: consequences and solutions, European Commission Working Paper 33, 2012.

Favarra, G., 2003, An empirical reassessment of the relationship between finance and growth, International Monetary Fund.

Gambacorta, L., J. Yang en K. Tsatsaronis, 2014, Financial structure and growth, *BIS Quarterly Review March*.

Giovannini, A., The Giovannini Group Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brussels, april 2003, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf, laatst opgeroepen: 9-4-2015.

Gompers, G., 1995, Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital, *Journal of Finance*, vol. 50(5): 1461-1489.

Gompers, P. en J. Lerner, 1998, What Drives Venture Capital Fundraising?, *Brookings Papers on Economic Activity (Microeconomics)*.

Harmsen, K. en W. Nagel, 2014, Beperkte aansluiting maatregelen op mkb-problematiek, *Economisch Statistisch Berichten*, vol. 99(4695): 630-633.

Hart, O. en J. Moore, 1994, 'A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109(4): 841-879.

Hartmann, P., A. Maddaloni en S. Manganelli, 2003, The Euro-Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 19: 180-213.

Hebbink, G., M. Kruidhof en J.W. Slingenberg, 2014, Kredietverlening en bancaire kapitaal, *DNB Occasional Studies*, vol 12(3).

Hermes, N., en R. Lensink, 2007, The empirics of microfinance: what do we know?, *The Economic Journal*, vol. 117(517): F1-F10.

Healy, P.M., en K.G. Palepu, 2001, Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31(1): 405-440.

- Holmstrom, B. en J. Tirole, 1997, Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. *the Quarterly Journal of economics*, vol. 112(3): 663-691.
- Hoshi, T., A. Kashyap en D. Scharfstein, 1991, Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106(1): 33-60.
- Hoshi, Takeo, en Anil K. Kashyap, 2004, Japans Financial Crisis and Economic Stagnation, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18(1): 3-26.
- Igan, D., P. Mishra en T. Tressel, 2011, A fistful of dollars: lobbying and the financial crisis, NBER Working Paper w17076.
- IMF, 2014, Kingdom of the Netherlands – Netherlands, IMF Country Report 14/327.
- ING, 2013, Beperkt gebruik alternatieve financieringsvormen, https://www.ing.nl/Images/ING%20-%20MKB%20bericht%20-%20Beperkt%20gebruik%20alternatieve%20financieringsvormen_tcm14-151438.pdf?id=20141106091529, laatst opgeroepen: 9-4-2015.
- International Monetary Fund, 2014, Global Financial Stability Report—Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth (Washington, oktober 2014).
- Jimenez, G., V. Salas en J. Saurina, 2006, Determinants of collateral, *Journal of Financial Economics*, vol. 81(2): 255-281.
- Karmel, S. en J. Byron, 2003, A Comparison of Small and Medium Sized Enterprises in Europe and in the USA.
- Kalemli-Ozcan, S., B. Sorensen en S. Yesiltas, 2011, Leverage Across Firms, Banks and Countries, NBER Chapters, Global Financial Crisis National Bureau of Economic Research, Inc.
- Klonner, S. en A.S. Rai, 2006, Adverse selection in credit markets: evidence from bidding roscas, Working Paper.
- Kraemer-Eis, H., F. Lang en S. Gvetadze, 2013, European Small Business Finance Outlook, EIF Working Paper 2013/18.
- Krugman, P., 1991, Increasing returns and economic geography, *Journal of Political Economy*, vol. 99(3): 483-499.
- Laffont, J.J., 1999, Political economy, information and incentives. *European Economic Review*, vol. 43(4): 649-669.

- Laffont, J.J., en D. Martimort, 2009, *The theory of incentives: the principal-agent model*. Princeton University Press.
- Lambert, T., 2015, Lobbying on Regulatory Enforcement Actions: Evidence from Banking, UCLouvain Working Paper 2015.
- Langendijk S., G. Nicodeme, A. Pagano en A. Rossi, 2015, Debt bias in corporate income taxation and the costs of banking crises, CEPR Discussion Paper 10616.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R.W. Vishny, 1997, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*: 1131-1150.
- Levine, R., 2002, Bank-based or market-based financial systems: which is better?, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11(4), 398-428.
- Mayer, C., 1988, New issues in corporate finance, *European Economic Review*, vol. 32(5): 1167-1183.
- McKinsey, 2014, *Het kleinbedrijf, grote motor van Nederland*, Amsterdam: McKinsey & Company.
- Monnet, É. en S. Pagliari, 2014, Europe between financial repression and regulatory capture. Bruegel.
- Mooij, R.A. de, en M.P. Devereux, 2009, Alternative Systems of Business Tax in Europe: An applied analysis of ACE and CBIT Reforms, European Commission.
- Mooij, R. de, 2011, Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions, IMF Staff Discussion Note 11/11.
- Murdoch, J., 1999, The Microfinance Promise, *Journal of Economic Literature*: 1569-1614.
- Myers, S.C. en N.S. Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, vol. 13 (2): 187-221.
- NESTA, 2010, Growth dynamics, Exploring business growth and contraction in Europa and the US, Report 2010.
- M3 Consultancy, 2014, Zonder interventie zal het MKB op korte termijn niet meeprofiteren van de groeiende ketenfinancierings-mogelijkheden in Nederland, *Tweede Kamerstuk Nummer*, 2014D13314, <http://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/detail?id=2014D13314&did=2014D13314>, laatst opgeroepen: 9-4-2015.

NVP, 2014, De Nederlandse private equity en venture capital markt in 2013, Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, http://www.nvp.nl/data_files/NVPH022%20Ondernemend%20Vermogen%20screen.pdf, laatst opgeroepen: 9-4-2015.

NVP, 2015, De Nederlandse private equity en venture capital markt in 2014, Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, <http://www.nvpportal.nl/document/23/NVPH026%20Ondernemend%20Vermogen%20screen%20WTK%2022-04.pdf>, laatst opgeroepen: 28-4-2015.

NYSE, 2014, Press release 9 april 2014. <http://www1.nyse.com/press/1396389634209.html>, laatst opgeroepen: 9-4-2015.

OECD, 2015, Financing SMEs and Entrepreneurs 2015: An OECD Scoreboard, OECD Publishing, Paris, DOI, http://www.dx.doi.org/10.1787/fin_sme_ent-2015-en.

Oxford Economics, 2011, The Use of Leasing Amongst European SMEs Executive Summary, A report prepared for Leaseurope. <http://www.finansbolagens-forening.se/system/files/LeaseuropeSMEReportExecutiveSummary.pdf>, laatst opgeroepen: 9-4-2015.

Pantea, 2013, Leasing en factoring: kansrijke financieringsinstrumenten Onderzoek naar de beleving en ervaringen van ondernemers in het MKB, ISBN: 978-90-371-1052-4. Rapportnummer: A201302 Zoetermeer .

Peek, Joe en Eric S. Rosengren, 2005, Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan, *American Economic Review*, vol. 95(4): 1144-1166.

Peria, M. en S. Singh, 2014, The impact of credit information sharing reforms on firm financing, World Bank Group Policy Research Working Paper 7013.

Petersen, M.A. en R.G. Rajan, 1995, The effect of credit market competition on lending relationships, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 110(2): 407-443.

Rajan, R. en L. Zingales, 2002, Banks and Markets: The changing character of European finance, The transformation of the European financial system, ECB.

Rauh, J.D. en A. Sufi, 2010, Capital structure and debt structure, *Review of Financial Studies*, vol. 23(12): 4242-4280.

Ryan, R.M., C.M. O'Toole en F. McCann, 2014, Does bank market power affect SME financing constraints?. *Journal of Banking en Finance*, vol. 22(6-8): 613-673.

Sah, R. en J.E. Stiglitz, 1984, The architecture of economic systems: Hierarchies and polyarchies.

- Scheele, D., M. de Graaf-Zijl. en P. Koning, 2013, Inleiding: Flexibiliteit en zekerheid, *TPEdigitaal* 2013, vol. 7(4): 1-6.
- SEC, 2013, What are High-yield Corporate Bonds?, SEC Pub. No. 150 (6/13).
- SER, 2014, Verbreding en versterking financiering mkb, Rapport, Commissie SEA, Den Haag: Sociaal Economische Raad.
- Song, F. en A.V. Thakor, 2010, Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets, *The Economic Journal*, vol. 120(547): 1021-1055.
- Sørensen, B. en O. Yosha, 1996, Channels of interstate risk sharing: United States (1963-1990), *The Quarterly Journal of Economics*.
- Stigler, G.J., 1971, The theory of economic regulation, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 2(1): 3-21.
- Stiglitz, J.E., 1990, Peer monitoring and credit markets, *The World Bank Economic Review*, vol. 4(3): 351-366.
- Stiglitz, J.E. en A. Weiss, 1981, Credit rationing in markets with imperfect information, *The American Economic Review*: vol. 71(3): 393-410.
- Tirole, Jean, 2010, *The theory of corporate finance*, Princeton University Press.
- Treptow, F, 2006, The Economics of Demutualization: An Empirical Analysis of the Securities Exchange Industry, GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.
- Treur, L., 2014, Financiering voor het MKB: opties in kaart, Rabobank Kennis en Onderzoek, Rabobank 2014.
- Treur, L. en Th. Smid, 2015, Alternatieve financiering voor het MKB: een update, Rabobank 2015, <https://economie.rabobank.com/publicaties/2015/april/alternatieve-financiering-voor-het-mkb-een-update/>, laatst opgeroepen: 12-05-2015.
- Veltrop, D., en J. de Haan, 2014, I just cannot get you out of my head: Regulatory capture of financial sector supervisors, DNB Working Paper 410.
- Veugelers, R., 2011, Mind Europe's early-stage equity gap, Bruegel Policy Contribution 2011/18.
- Véron, N., 2013, [Banking nationalism and the European crisis](#), Bruegel Comment, oktober 2013.
- Veron, N., 2014, Defining Europe's capital markets union, Bruegel Policy Contribution.

Western, D., 2004, Booms, bubbles and bust in the US stock market, *Business and Economics*.

Winter, J. de, 2014, Kredietaanvragen geconcentreerd bij financieel zwakke mkb-bedrijven. *ESB*, vol. 99(4693): 566-568.

World Bank, 2014, *Doing Business 2015: Going Beyond Efficiency*. Washington, DC: World Bank, DOI: 10.1596/978-1-4648-0351-2, License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

Wright, William, 2014, *Driving Growth: Making the case for bigger and better capital markets in Europe*, New financial, Report.

Western, D., 2004, Booms, bubbles and bust in the US stock market, *Business and Economics*.

Winter, J. de, 2014, Kredietaanvragen geconcentreerd bij financieel zwakke mkb-bedrijven. *ESB*, vol. 99(4693): 566-568.

World Bank, 2014, *Doing Business 2015: Going Beyond Efficiency*. Washington, DC: World Bank, DOI: 10.1596/978-1-4648-0351-2, License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

Wright, William, 2014, *Driving Growth: Making the case for bigger and better capital markets in Europe*, New financial, Report.

Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (070) 3383 380

info@cpb.nl | www.cpb.nl

Augustus 2015