



Centraal Planbureau

Alternatieve financierings- bronnen nodig

Banken blijven belangrijk



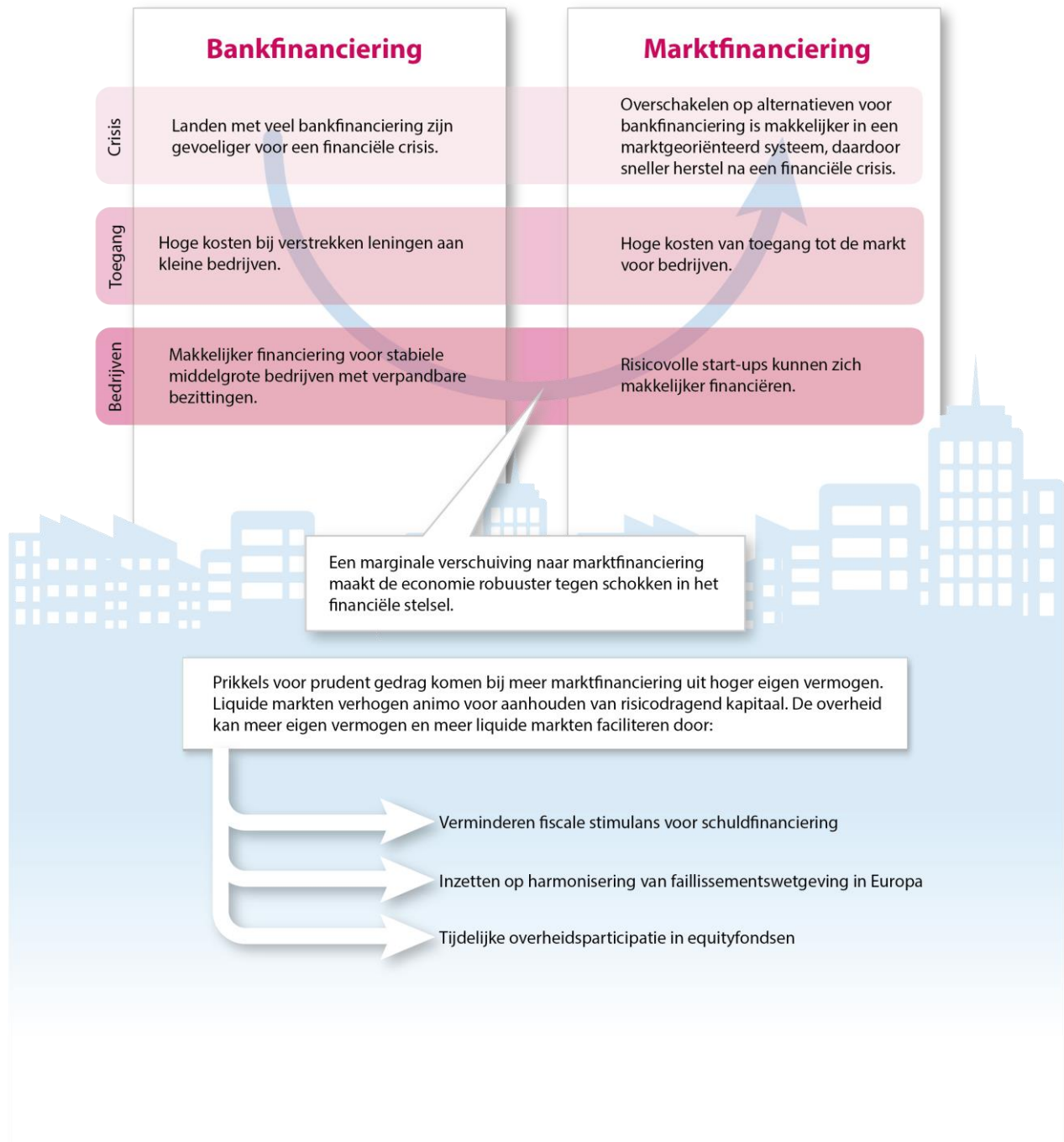
CPB Policy Brief | 2015/14

Een wereld zonder banken?

Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief

Michiel Bijlsma
Sander van Veldhuizen
Benedikt Vogt

Samenvatting



Een verschuiving naar een meer marktgeoriënteerde financiële sector in Nederland, maar ook in de rest van continentaal Europa, is wenselijk als men de economie robuuster wil maken tegen schokken in het financiële stelsel. Voor het Nederlandse bedrijfsleven vormt bankfinanciering de belangrijkste bron van externe financiering. In het mkb is het geschat aandeel zelfs 80%. Zoals de Grote Recessie illustreerde, raakt een financiële crisis de economische groei en de financiële stabiliteit harder in bankgeoriënteerde landen. In landen met een meer marktgeoriënteerd financieel systeem kunnen bedrijven makkelijker overschakelen van bank- naar marktfinanciering op het moment dat banken in de problemen komen, waardoor zulke landen ook sneller herstellen na een financiële crisis.

In een marktgeoriënteerd stelsel kunnen risicovolle start-ups zich makkelijker financieren en daardoor doorgroeien. In zowel bank- als marktgeoriënteerde systemen is het voor kleine bedrijven lastig om aan financiering te komen. In bankgebaseerde systemen spelen de relatief hoge kosten voor banken een rol bij het verstrekken van leningen aan kleine bedrijven, in marktgeoriënteerde systemen geldt dit voor de hoge kosten van toegang tot de markt.

Banken selecteren te risicovolle investeringen uit en monitoren of bedrijven risico's binnen de perken houden. Deze prikkels voor prudent gedrag zullen bij meer marktfinanciering uit andere bronnen moeten komen, zoals een hoger eigen vermogen van bedrijven. Ook moet er voldoende animo zijn om risicodragend kapitaal aan te houden: hier helpen bijvoorbeeld liquide markten. Meer eigen vermogen en meer liquide markten ontstaan niet zomaar. Om dit te faciliteren kan de Nederlandse overheid de fiscale stimulans voor schuldfinanciering verminderen. Daarnaast kunnen Europese beleidsmakers marktfinanciering voor bedrijven toegankelijker maken door krachtig in te zetten op harmonisering van faillissementswetgeving binnen Europa. De overheid kan de transactiekosten op de kapitaalmarkten verlagen door investeerdersbescherming binnen Europa te harmoniseren en een centraal kredietregister kan de transparantie vergroten. In de transitie naar meer marktfinanciering kan de Nederlandse overheid de opbouw van eigen vermogen bij bedrijven versnellen via tijdelijke overheidsparticipatie in equityfondsen. Deze worden hierdoor vergroot.

1 Inleiding

Banken vervullen een centrale rol in de Europese economie. Ook voor het Nederlandse bedrijfsleven vormt bankfinanciering de belangrijkste bron van externe financiering. Met een geschat aandeel van 80% is bankfinanciering voor het mkb zelfs veruit het belangrijkste. Komen banken in de problemen, zoals in de recente crisis, dan schroeven zij financiering aan bedrijven terug, raakt de economie in het slop en laat herstel lang op zich wachten. Het snellere economische herstel in de Verenigde Staten van de laatste jaren is deels toe te schrijven aan het financiële systeem. Dat is meer marktgeoriënteerd dan in Europa. Bedrijven financieren zich vaker met aandelen, obligaties, of *private equity*. In Nederland financieren vooral grote bedrijven zich met obligaties of aandelen. Zij hebben daarmee substituten voor bankfinanciering. Niet verwonderlijk dus dat er onder beleidsmakers al langer een discussie loopt hoe het aanbod van financieringsinstrumenten voor het bedrijfsleven kan worden vergroot.

2 Markt- en bankfinanciering in Nederland

In overwegend bankgeoriënteerde economieën spelen banken de hoofdrol in het intermediatieproces tussen de financiële markten en investeerders. In voornamelijk marktgeoriënteerde economieën lenen bedrijven vaker direct kapitaal via de financiële markten, bijvoorbeeld via obligaties, aandelen, private equity (PE) of venture capital (VC) (zie kader).

Externe financieringsbronnen voor bedrijven

Een bedrijf kan investeringen extern financieren met eigen vermogen via een aandelenemissie op de beurs, of via de private markt via private equity. Binnen de verzamelnaam private equity bestaat een onderscheid tussen *venture capital*, eigenvermogensfinanciering voor jonge bedrijven waaraan een zeer hoog risico verbonden is, en private equity, eigenvermogensverschaffing aan niet-beursgenoteerde ondernemingen die meer 'volwassen' zijn.

Een bedrijf kan investeringen ook financieren met vreemd vermogen. Het kan dat zelf aantrekken via de markt. Dan draagt de geldverstrekker het kredietrisico. Of het verloopt via een intermediair zoals een bank. Dan neemt de bank het kredietrisico voor haar rekening.

Traditioneel trekken veelal grote bedrijven vreemd vermogen aan via de markt door de uitgifte van schuldpapier of de afsluiting van een onderhandse lening. Daarnaast zijn alternatieven zoals crowdfunding in opkomst. Hierbij halen ondernemers geld op bij een groep investeerders via een 'crowdfundingplatform', zonder tussenkomst van intermediairs.

De traditionele financieringsvormen via het intermediaire kanaal zijn bankfinanciering, factoring en leasing. Opkomende alternatieven zijn kredietunies en microkredieten. Kredietunies lijken veel op banken, ze trekken geld aan van spaarders en verlenen vervolgens kredieten. Ze verschillen van banken door het coöperatieve karakter en verlenen alleen diensten aan leden. Microkredieten zijn kleine leningen bedoeld voor starters, of bestaande bedrijven die willen (door)starten maar die geen lening van de bank kunnen krijgen.

Tot slot kan een onderneming ook mezzanine financiering aantrekken. Dit zijn achtergestelde leningen waarbij de schuldeiser bij een faillissement achter schuldeisers staat zoals de Belastingdienst, de banken en de crediteuren, maar nog wel vóór de aandeelhouders of vennoten. Ter compensatie van dit risico in geval van faillissement vraagt de financier voor de achtergestelde lening een hogere rente.

Figuur 1 rangschikt deze financieringsinstrumenten langs twee dimensies: de liquiditeit van de claim en het risicoprofiel van de kasstromen. De dimensies hangen samen met economische verklaringen voor het bestaan van al die verschillende typen financieringsinstrumenten, een centraal thema in de economische literatuur over *corporate finance*.¹ De risico-rendementdimensie komt voort uit twee verklaringen. De eerste is dat er gewoonweg vraag is naar verschillende typen instrumenten. De één wil zijn geld veilig beleggen, de ander wil graag meer risico nemen. De markt voorziet in die behoefte door het aanbieden van aandelen en veilige obligaties. De tweede verklaring volgt uit de prikkels om te monitoren om aansturingsproblemen op te lossen. Verstrekkers van verschillende typen financiering verzamelen andersoortige informatie. Bezitters van langetermijnschuldpapier zoeken vooral naar informatie over veranderingen in kredietrisico, terwijl langetermijninvesteerders veranderingen in het winstpotentieel in de gaten houden.

De liquiditeitsdimensie komt voort uit de prikkels om informatie te vergaren. Deze prikkels verschillen voor verschillende financiële instrumenten, waardoor de liquiditeit verschilt. Financiële instrumenten zijn niet-liquide vanwege informatieasymmetrie. De bezitters van die titels, zoals banken die leningen bezitten of de bedrijfsaandelen van private equity, verzamelen private informatie over de kwaliteit van hun investeringen. Dit maakt de financiële claims moeilijker verhandelbaar. Potentiele kopers hebben immers veel minder

¹ Zie Tirole (2010).

informatie dan de banken of de private-equity-investeerders. Voor verhandelbare obligaties en aandelen is de informatieasymmetrie veel minder belangrijk. Hierbij spelen ook verschillende vormen van controle: banken en private equity grijpen direct in de bedrijfsvoering (voice) in, terwijl aandeelhouders of obligatiehouders met de voeten stemmen (exit).

Figuur 1 Bestaande financieringsinstrumenten, ingedeeld naar de dimensies liquiditeit en risico

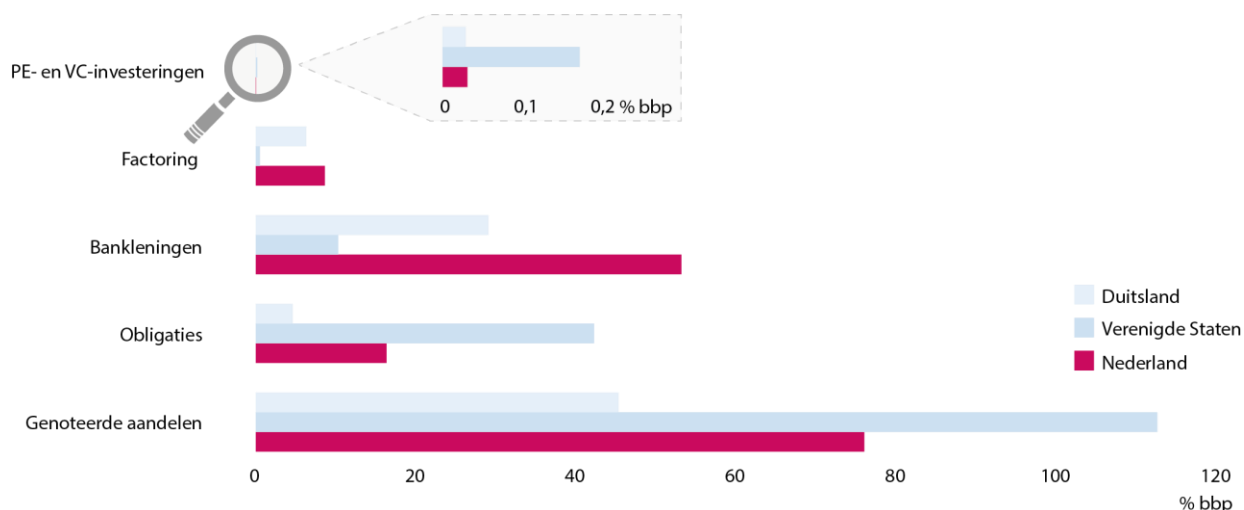


Nederlandse bedrijven financieren zich grotendeels met traditioneel vreemd vermogen. In 2013 was het aandeel schuldfinanciering van Nederlandse bedrijven 82% bbp ten opzichte van 77% bbp financiering via eigen vermogen.² Hoe het gebruik van verschillende kanalen in Nederland zich verhoudt tot het gebruik in de VS en Duitsland laat Figuur 2 zien. Uit de figuur volgt dat in Duitsland en Nederland een grote rol is weggelegd voor bankfinanciering, terwijl in de VS aandelen en obligaties een grote rol spelen. Ook de private-equity-

² De cijfers in 2013 (in %bbp) zijn: 16,50% via schuldpapieren, 53,30% via bankleningen, 3,60% leasing, 8,60% factoring, 76,20% genoteerde aandelen, 0,36% private equity, 0,03% venture capital.

investerings liggen op een aanzienlijk hoger niveau in de VS. De figuur laat verschillen tussen Europese landen zien: Nederland is meer 'gefinancierd' dan Duitsland, zowel bankfinanciering als marktfinanciering zijn sterker ontwikkeld. Er zijn twee groepen Europese landen: meer bankgeoriënteerd (bank EU) en meer marktgeoriënteerd (markt EU). Nederland valt in die laatste groep, Duitsland in de eerste.³

Figuur 2 Omvang financieringsvormen in Nederland, Duitsland en VS in 2013



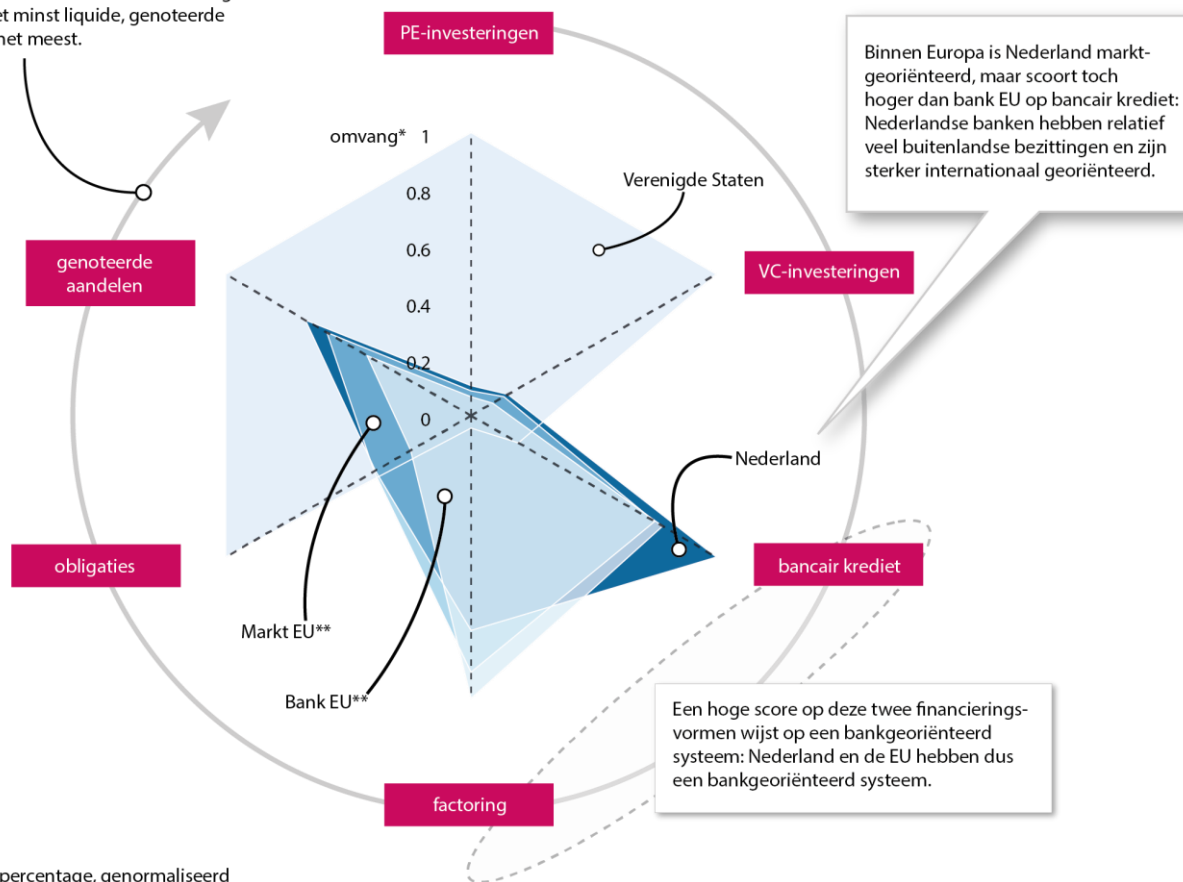
Bron: Nationale centrale banken, ECB, Wereldbank, IMF, SIFMA, BIS, FED, EVCA.

Figuur 3 geeft een ordening aan van deze groepen qua gebruik van traditionele financieringsinstrumenten. De groepen verschillen het meest op de marktfinanciering-gerelateerde dimensies aandelen, obligaties en private-equity-investeringen. Nederland en markt EU hebben een tussenpositie voor aandelen en obligaties en liggen qua PE en VC investeringen dicht tegen bank EU aan. De relatieve omvang van bankkredietverlening verschilt minder uitgesproken tussen de Europese landen. Hier onderscheidt zich juist de VS, waar het aandeel van bankkredieten slechts een vijfde is van de omvang in Nederland. Daarnaast is de omvang van de Nederlandse bankensector aanzienlijk groter dan voor bank EU. Hier spelen meerdere factoren: Nederlandse banken hebben relatief veel hypotheekbezittingen op de balans, hebben relatief veel buitenlandse bezittingen, en zijn sterker internationaal georiënteerd. *Factoring* is daarnaast een populairder financieringsmiddel in Europa en Nederland dan in de VS. *Factoring* biedt bedrijven een alternatief bij onvoldoende toegang tot bankfinanciering. De afgelopen jaren nam het gebruik ervan in Europa fors toe. Samenvattend is Nederland vergeleken met de VS bankgeoriënteerd, maar vergeleken met Europa juist meer marktgeoriënteerd.

³ Zie Bijlsma en Zwart (2013).

Figuur 3 Ordening van traditionele financieringsvormen in Nederland, EU en de Verenigde Staten in 2013

De financieringsinstrumenten staan op volgorde van liquiditeit: die wordt groter met de klok mee. PE-investeringen zijn dus het minst liquide, genoteerde aandelen het meest.



*omvangspercentage, genormaliseerd
**voor definities, zie tekst op p7

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

3 Voor- en nadelen van marktfinanciering en bankfinanciering

Wat zijn de voor- en nadelen van een specifieke structuur van de financiële sector? De focus ligt hierbij op het in kaart brengen van de voor- en nadelen op de financieringsfunctie van het financiële systeem.⁴ Tabel 1 vat de belangrijkste voor- en nadelen per marktstructuur samen.

Tabel 1 De belangrijkste voor- en nadelen per financieringsstructuur

	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 <i>evergreening</i> van leningen Financiering kleine bedrijven lastig vanwege hoge kosten leningen voor banken

Door de langdurige relatie die ontstaat tussen een bank en zijn klant, heeft de bank betere informatie dan derden. Banken kunnen de risico's van kredietverstrekking spreiden over de tijd, waardoor de bank goedkopere kredieten kan uitgeven als een bedrijf financieel verzwakt is en de prijs voor leningen kan verhogen als de financiële positie weer verbetert.⁵ Bedrijven met een langdurige bankrelatie hebben daardoor een grotere kans om kredieten te krijgen in perioden van economische krimp. Tegelijk is het investeringsgedrag van bedrijven met bankfinanciering minder gevoelig voor hun liquiditeitspositie.⁶ Bank-gedomineerde economische systemen hebben dan ook lagere terugval in bbp tijdens 'normale' recessies.⁷ Een ander voordeel is dat bedrijven minder eigen vermogen nodig hebben om investeringen te realiseren. Monitoring, waarbij banken controleren of bedrijven risico's binnen de perken houden, vormt een substituut voor eigen vermogen. Ook bedrijven met weinig eigen vermogen kunnen in een meer bankgefinancierd systeem winstgevende investeringen van de grond krijgen. Een laatste voordeel is het type bedrijf dat gemakkelijk financiering vindt. In sectoren met overdraagbaar kapitaal (bijvoorbeeld agro) of sectoren waar productie eenvoudiger als onderpand is aan te bieden, kunnen bedrijven makkelijker bankfinanciering vinden.⁸ Voor echt kleine bedrijven is dit voordeel beperkt vanwege de relatief hoge kosten voor banken van het verstrekken van leningen aan dergelijke bedrijven: zij hebben niet genoeg activa als zekerheidsstelling en ook de informatiekosten nemen toe.⁹

⁴ Andere functies zijn betalingsverkeer, tijdelijke liquiditeitsschokken opvangen en risicospreiding.

⁵ Zie Petersen en Rajan (1995).

⁶ Zie Beck e.a. (2014) en Peek en Rosengreen (2005).

⁷ Zie Gambacorta e.a. (2014).

⁸ Zie Rauh en Sufi (2010).

⁹ Zie Beers e.a. (2015a).

Bankgeoriënteerde systemen kennen ook nadelen. Zo weerspiegelen prijzen minder goed de waarde van bedrijven waaraan banken deze kredieten verstrekken. Banken weten door hun monitoring meer dan buitenstaanders, waardoor averechtse selectie optreedt: als banken leningen willen verkopen, gaan potentiële kopers ervan uit dat dit slechte leningen zijn. Lagere transparantie vergroot ook het risico dat banken om afschrijven te voorkomen leningen blijven doorrollen aan niet langer levensvatbare bedrijven.¹⁰ Een ander nadeel is dat een sterk bankgeoriënteerde economie samengaat met grote banken, die zo belangrijk voor de economie zijn dat overheden ze niet durven laten omvallen. De *too-big-to-fail* (TBTF) subsidies die hiervan het gevolg zijn, verstoren de prikkels van banken om risico's te nemen. Ook kunnen grote banken door lobbyactiviteiten invloed uitoefenen op politieke besluitvorming en *rents* voor zichzelf creëren.¹¹ De bancaire sector kan dus te groot worden. Tentatief empirisch onderzoek legt de grens waarop een positief effect op economische groei van de bancaire sector omslaat tussen de 80% en 100% bbp.¹² Tot slot zijn bankgebaseerde economieën gevoeliger voor financiële schokken die de bancaire sector raken. Gaat een recessie gepaard met een financiële crisis, dan hebben bankgebaseerde economieën een sterker reëel bbp-verlies dan marktgebaseerde economieën.¹³ Bedrijven in bankgebaseerde economieën hebben immers beperktere mogelijkheden om via andere kanalen financiering binnen te halen. Die kanalen zijn immers slecht ontwikkeld. Daarbij stellen banken afschrijven op slechte leningen uit en bestaat het risico dat overheden en toezichthouders te lang wachten met ingrijpen bij banken om ze te herkapitaliseren. Beide punten spelen ook in marktgebaseerde economieën, maar vormen een groter risico in bankgebaseerde economieën vanwege de relatief grotere omvang en rol van banken.

In een marktgeoriënteerd systeem genereren markten meer informatie over de risico's en winstgevendheid van financieringsinstrumenten en verspreidt informatie zich sneller.¹⁴ Daardoor kunnen investeerders makkelijker hun risico's spreiden over investeringen en zijn ze hiervoor niet afhankelijk van banken. Dit maakt het ook makkelijker voor kleinere bedrijven met voldoende eigen vermogen zich te financieren via niet-bancaire kanalen. Voor echt kleine bedrijven blijft marktfinanciering overigens ook in meer marktgeoriënteerde landen moeilijk toegankelijk vanwege de relatief hoge kosten van toegang tot de markt. Een ander voordeel van meer marktfinanciering is de aanwezigheid van alternatieve niet-bancaire financieringsbronnen. Deze vormen een buffer die schokken in het bancaire systeem kan opvangen. Op het moment dat banken in de problemen komen, heeft een deel van de bedrijven de mogelijkheid om over te schakelen van bankfinanciering naar marktfinanciering.¹⁵ Dit is makkelijker in een marktgeoriënteerd financieel systeem. Daardoor herstellen landen met een meer marktgeoriënteerd financieel systeem ook sneller na een financiële crisis. Voorts leidt een crisis ook minder snel tot ophopende schulden (*debt-overhang*). Dit komt doordat aandeelachtige financiering (equity) in die landen een relatief grotere rol speelt. Equity daalt automatisch in waarde als het risico op faillissement toeneemt. Dit gebeurde bijvoorbeeld na het leeglopen van de 'dot-com bubbel' in 2002.

¹⁰ Dit speelde in Japan, zie Cabalero e.a. (2008).

¹¹ Zie Lambert (2015) en Igan e.a. (2012).

¹² Zie Arcand e.a. (2012).

¹³ Zie Gambacorta e.a. (2014).

¹⁴ Te snelle informatieverbreiding kan ook ten koste gaan van prikkels om informatie te verzamelen.

¹⁵ Zie BIS (2014).

Schuld moet actief afgeschreven worden. Omdat niemand zijn verlies wil nemen, wordt herstructurering uitgesteld, of ontstaat er een run op kortlopende schuldfinanciering. Tot slot kunnen kleine bedrijven die substantiële investeringen doen binnen een korte tijdvak om verder te groeien, makkelijker aan financiering komen. Voor banken zijn dergelijke bedrijven vaak te risicovol en daarom zijn zij afhankelijk van private equity of andere vormen van marktfinanciering.

Maar ook een meer marktgeoriënteerd systeem kent nadelen. Voor kleine bedrijven met weinig onderpand is het lastiger om zich te financieren: succes hangt vaak sterk af van moeilijk contracteerbaar menselijk kapitaal. Daardoor ontstaat een hold-up probleem: na een investering kan de eigenaar van het menselijk kapitaal een groter deel van de winst opeisen ten koste van de financier. Een ander nadeel relateert aan de mogelijkheden van marktspelers om te profiteren van kortetermijninformatievoordelen. Daardoor kan te veel nadruk liggen op het verzamelen van dergelijke informatie en is er te weinig aandacht voor de waarde van langetermijninvesteringen. Empirische studies die de mate van efficiëntie van markten onderzoeken, vinden dat markten te weinig gewicht toekennen aan verwachte dividenden en rendementen.¹⁶ Deze kortetermijnfocus resulteert in beloningsstructuren van bedrijfsmanagement met prikkels gericht op kortetermijnwinsten, die vervolgens ten koste gaan van langetermijninvesteringen.¹⁷

4 Meer marktfinanciering wenselijk?

Hoe wenselijk is nu een verschuiving richting een meer marktgeoriënteerd financieel systeem? Hard empirisch bewijs ontbreekt dat het ene systeem beter is voor groei op lange termijn dan het andere. Studies die de langetermijngroei in landen onderzoeken, vinden geen significant effect van de structuur van de financiële sector op de langetermijngroei.¹⁸ 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 bank- naar meer marktfinanciering 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. Wanneer de Europese kapitaalmarkten tussen 2008 en 2013 even ontwikkeld zouden zijn geweest als hun Amerikaanse tegenhangers, zou er ongeveer 4 biljoen euro extra bedrijfsfinanciering beschikbaar zijn geweest.¹⁹ 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 de VS en andere marktgeoriënteerde landen na een financiële crisis. Het kan daarmee ook een reden zijn om in te zetten op meer diversificatie van financieringsbronnen.²⁰

¹⁶ Zie Cuthbertson e.a. (1997) en Davies e.a. (2014).

¹⁷ Zie Bolton et al. (2005).

¹⁸ Zie Beck en Levine (2002).

¹⁹ Zie Wright (2014).

²⁰ Zie Europese Commissie (2015).

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

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

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

1. Schuldfinanciering minder aantrekkelijk maken
2. Marktfinanciering aantrekkelijker maken
3. De kosten van de transitie verkleinen

5 Schuldfinanciering minder aantrekkelijk maken

Om te verschuiven richting een situatie met meer marktfinanciering hebben bedrijven een hoger eigen vermogen nodig. Dat is niet voor niets. Als er minder bankfinanciering is, dan spelen banken een kleinere rol bij het monitoren van bedrijven. Bij meer marktfinanciering zullen bedrijven deze prikkels voor prudent gedrag uit andere bronnen moeten halen, zoals een hoger eigen vermogen. In de Verenigde Staten, waar bedrijven (ook kleinere) vaker de markt gebruiken om zich te financieren, ligt de verhouding tussen eigen vermogen en balanstotaal bij niet-beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven gemiddeld twee keer hoger dan bij vergelijkbare Europese bedrijven.²¹

Een overgang naar een meer marktgefinancierd systeem kost dus tijd, want het opbouwen van meer eigen vermogen kost tijd. Hoeveel precies is lastig te zeggen, maar historische data geven enige duiding. Tussen 2000 en 2009 steeg de gemiddelde solvabiliteit van het Nederlandse mkb met ongeveer vijf procentpunt, ruwweg 0,5 procentpunt per jaar.²² Zo kost het dus tien jaar om in een nieuwe situatie te komen waarin kleinere bedrijven een

²¹ Zie Kalemli-Ozcan e.a. (2012).

²² Zie Beers e.a. (2015b).

hoeveelheid eigen vermogen aanhouden die vergelijkbaar is met het niveau van Amerikaanse bedrijven.

De overheid kan dit proces versnellen door schuldfinanciering minder aantrekkelijk te maken. Schuldfinanciering voor bedrijven in Nederland kan te goedkoop zijn vanwege impliciete subsidies voor TBTF-banken of de fiscale bevoordeling van schuld. Het verminderen van deze verstoringen kan de schuldratio's van bedrijven verlagen en, omdat banken geen eigenvermogensfinanciering doen, een verschuiving naar alternatieve financieringsvormen betekenen.

Impliciete subsidies voor TBTF-banken maken bankfinanciering goedkoper en dus aantrekkelijker. Omdat de overheid een deel van de faillissementsrisico's draagt, weerspiegelen de financieringskosten van TBTF-banken niet de daadwerkelijke risico's die TBTF-banken nemen: ze zijn te laag.²³ Het gemiddelde financieringsvoordeel varieert van 67 basispunten voor grote banken, tot 110 basispunten voor de grootste banken.²⁴ Die subsidies geven banken deels door aan hun klanten. TBTF-subsidies resulteren dus in te risicovolle leningen en te goedkope schuldfinanciering voor bedrijven.

Hogere kapitaaleisen en *bail-in*bare schuld kunnen impliciete subsidies verlagen en daarmee ook goedkope schuldfinanciering. Hoeveel blijft een open vraag. In de mondiale Basel-III-maatregelen zijn de kapitaaleisen voor banken verscherpt. Ook zijn op Europees en mondiaal niveau maatregelen getroffen om het risicodragend vermogen verder te verhogen. De Financial Stability Board stelt eind 2015 de mondiale *bail-in* eis vast voor mondiale systeembanken, zoals ING. De Europese *bail-in* eis geldt voor alle Europese banken. Vanaf 2016 dragen aandeelhouders en niet-preferente crediteuren van Europese banken ten minste 8% van de balans aan verliezen, voordat banken een beroep kunnen doen op het Europese resolutiefonds.²⁵ De kosten van bankfaillissementen komen daardoor in eerste instantie bij private partijen te liggen. De vier grootste Nederlandse banken dienen daarnaast uiterlijk in 2018 een hefboomratio van ten minste 4% te hebben bereikt. Of deze maatregelen het einde van TBTF betekenen, blijft een open vraag. Het gevaar dreigt dat de *bail-in* regels mogelijk niet geloofwaardig zijn, omdat overheden deze niet toepassen als dit systeemrisico met zich meebrengt.²⁶

Daarnaast stimuleren in Nederland de fiscale regels schuldfinanciering. Bedrijven mogen de betaalde rente op schuld aftrekken van hun winst voor belasting. Dit stimuleert schuldfinanciering in plaats van financiering via eigen vermogen en daarmee maakt het bedrijven gevoeliger voor economische schokken. Uit empirisch onderzoek volgt dat door gelijke behandeling van schuld en eigen vermogen de schuldquote van bedrijven met vier procentpunt daalt.²⁷

²³ Zie Bijlsma en Mocking (2012), en Davies en Tracey (2014).

²⁴ Zie Bijlsma e.a. (2014).

²⁵ Zie [Bank Recovery and Resolution Directive](#).

²⁶ Zie CPB (2015).

²⁷ Zie De Mooij en Devereux (2009).

Ook andere fiscale maatregelen kunnen schuldratio's verlagen. Bijvoorbeeld een alomvattende heffing op inkomen van ondernemingen (Comprehensive Business Income Tax, CBIT zoals *thin capitalization* regels, waarbij de renteaftrek wordt beperkt voor bedrijven met excessieve schuld niveaus.²⁸ Een andere mogelijkheid is het opleggen van een limiet aan de rentevoet waartegen de aftrek geldt. Een derde optie is een aftrek van eigen vermogen (*Allowance for Corporate Equity, ACE*) van bedrijven die gekoppeld is aan risicovrije nominale rente, zoals ingevoerd in België. Al deze maatregelen zijn mogelijkheden om het eigen vermogen op een meer gelijke positie te brengen als vreemd vermogen.²⁹

6 Marktfinanciering aantrekkelijker maken

Vanuit economisch perspectief zijn er ten minste drie manieren waarop beleidsmakers marktfinanciering aantrekkelijker kunnen maken voor investeerders:

1. Verhandelbaarheid van effecten en toegang tot markt vergroten
2. Informatieasymmetrie verkleinen om kredietwaardigheid te beoordelen
3. Het opwaartse potentieel voor investeerders vergroten

Voor bedrijven zelf kan marktfinanciering toegankelijker worden gemaakt door de keerzijde van een faillissement te verkleinen en transactiekosten op de kapitaalmarkten te verlagen.

Het vergroten van de *verhandelbaarheid* van effecten en de *toegang tot de markt* maakt marktfinanciering aantrekkelijker voor investeerders. Diepere financiële markten en betere liquiditeit³⁰ verbeteren de verhandelbaarheid van obligaties en aandelen. Momenteel bemoeilijken verschillen in investeerdersbescherming in Europa het inschatten van beleggingsrisico's.³¹ Investeerders in landen met sterkere investeerdersbescherming hebben ook een betere toegang tot de kapitaalmarkt.³² De Europese Commissie werkt aan een [Securities Law Richtlijn](#) om verschillen in investeerdersbescherming, het gebrek aan transparantie van tarieven, en problemen met betrekking tot grensoverschrijdende effectenhandel aan te pakken. Hier kunnen de EU-landen nog grote stappen maken als ze bereid zijn de handen ineen te slaan.

De nationale overheid kan *informatieasymmetrieën bij de beoordeling van de kredietwaardigheid* verkleinen door uniforme verslaggeving en verdergaande standaardisatie van leningen af te dwingen en een kredietregister op te zetten. Deze maatregelen verlagen de kosten van het beoordelen van de kredietwaardigheid van bedrijven door financiers. Vooral voor kleinere bedrijven is dit relatief bewerkelijk en kostbaar. Zij hebben moeite om tijdige en volledige financiële informatie aan financiers te leveren.³³

²⁸ Zie Fatica e.a. (2012).

²⁹ Zie de Mooij en Devereux (2009).

³⁰ De markt is liquide bij voldoende kopers en verkopers die een redelijk handelsvolume waarborgen en effecten verhandeld worden zonder grote invloed te hebben op de koersvorming.

³¹ Zie Veron (2014).

³² Zie La Porta e.a. (1997).

³³ Zie SER (2014).

Door een uniforme, digitale, financiële Europese verslaggevingsstandaard nemen monitoringskosten voor investeerders af. De financiële-rapportagestandaarden in Europa verschillen nu tussen landen en bedrijfstvormen. Ondernemingen van openbaar belang (beursgenoteerd, financiële instellingen) zijn verplicht te rapporteren onder internationale financiële rapportagestandaarden, terwijl alle overige bedrijven lokale financiële rapportagestandaarden gebruiken. Met meer uniformiteit in verslaggevingsregels valt er dus winst te behalen. Uniforme toepassing van deze regels is dan wel een belangrijke voorwaarde. De praktijk leert echter dat bedrijven, accountants, en toezichthouders de IFRS-regels niet uniform toepassen.³⁴ Dat kan worden aangepakt door het toezicht op financiële verslaggeving en accountants naar Europees niveau te tillen.

Ook het ontwikkelen van gestandaardiseerde versies van (niet-bancaire) schuldinstrumenten voor mkb-bedrijven en het opzetten van een kredietregister in Nederland, waarin alle bedrijfskredieten geregistreerd staan, verminderen informatieasymmetrie, waardoor transactiekosten omlaag gaan. Verdergaande standaardisatie van voorwaarden, leningdocumentatie en beprijzing van mkb-leningen heeft in de VS geleid tot gebruiksvriendelijke standaardproducten die eenvoudig en aantrekkelijk zijn voor investeerders en emittenten. Daarnaast ligt relevante informatie voor investeerders nu vaak besloten in verschillende bronnen. Een kredietregister bundelt die informatie ten behoeve van financiers en registreert idealiter ook afgewezen kredietaanvragen. Acht Europese landen beschikken over kredietregisters (Tabel 2). Hoewel op de korte termijn de informatieproblemen niet meteen verminderen, lijkt een kredietregister op de langere termijn een ‘no-regret’-optie.

Tabel 2 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: Wereldbank	

Marktfinanciering wordt ook aantrekkelijker als het *opwaartse potentieel voor investeerders groeit*. Europa kent een relatief groot aandeel bedrijven die niet uitbreiden noch krimpen. Ook heeft Europa in vergelijking met de VS een lager aandeel snel groeiende bedrijven. Dit maakt equity-investeringen in Europa minder aantrekkelijk.³⁵ Als investeerders een portfolio van kleine bedrijven aanhouden, is deze portfolio veel winstgevender als er met een kleine kans een bedrijf bijzit dat een enorme groei doormaakt en dus heel veel winst oplevert. Het is in zo'n geval dus veel aantrekkelijker voor investeerders om aandelen te nemen in bedrijven. De overheid kan het opwaartse potentieel voor investeerders vergroten door het

³⁴ Zie ESMA (2014).

³⁵ Zie Nesta (2010).

wegnemen van barrières van internationaal zakendoen en beperkende wet- en regelgeving op de arbeidsmarkt.

Voor innovatieve producten is de afzetmarkt in Nederland vaak te klein om de investeringen terug te verdienen. Deze investeringen zijn pas rendabel als buitenlandse markten bediend kunnen worden. Een goed functionerende Europese interne markt en handelsverdragen met Noord-Amerika zijn daarvoor van belang. Daarnaast maakt inflexibele arbeidsbescherming groei en krimp van bedrijven kostbaarder en belemmert daardoor bedrijven met onzekere groeikansen. Als gevolg hiervan zijn sectoren waarin innovaties met hoge investeringsrisico's plaatsvinden, kleiner in landen met strenge arbeidsbescherming.³⁶ 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 lastig te duiden en verdient verder onderzocht te worden.³⁷

Ook verbeteringen van de mogelijkheden om bedrijven naar de beurs te brengen vergroten de voordelen voor investeerders. Private-equity-investeerders, in de context waarin niet met schuld wordt gefinancierd, nemen aandelen in een bedrijf om winst te maken door dividend uit te keren of door aandelen te verkopen als de waarde is toegenomen. Er zijn verschillende verkoopstrategieën mogelijk: naar de beurs brengen, verkopen aan een ander bedrijf, of verkopen aan een andere investeerder.³⁸ In Europa is de publieke markt voor kleine en jonge bedrijven zwak ontwikkeld, wat beursgangen minder aantrekkelijk maakt.³⁹ De belangrijkste verkoopstrategie is in Europa daarom doorverkopen aan een ander bedrijf of investeerder. De opbrengsten van deze verkoopstrategieën zijn echter gemiddeld lager dan die van een beursgang.⁴⁰ Om de opbrengsten bij verkoop voor private equity te vergroten zouden Europese landen de handen ineen kunnen slaan om gecoördineerd een Europese Nasdaq op te zetten. Tot slot beleggen Amerikaanse pensioenfondsen veel meer in private equity dan Europese. Banken zijn in Europa de grootste beleggers in private-equityfondsen. Banken en pensioenfondsen verschillen in risicobereidheid en de termijn waarop rendement moet worden gemaakt, met gevolgen voor de ontwikkeling van de private-equitymarkten in Europa.⁴¹ Europese pensioenfondsen toestaan een groter deel van hun vermogen te beleggen in private equity helpt de private-equitymarkt verder te ontwikkelen.

De toegang tot marktfinanciering voor bedrijven verbetert ook bij een verkleining van de keerzijde van een faillissement. Als een *venture capitalist* een niet-succesvolle onderneming snel en goedkoop kan opheffen, loopt hij minder risico als een bedrijf failliet gaat. Een transparante en robuuste afwikkeling van een faillissement kan de toegang tot financiering

³⁶ Zie Bartelsman e.a. (2010).

³⁷ Zie Euwals e.a. (2014).

³⁸ *Leveraging-up* wordt soms genoemd als partiële exit. Dit is echter geen exit, hooguit een verschuiving van risico's tussen investeerders.

³⁹ In de jaren negentig probeerden verschillende Europese landen Amerika's NASDAQ te dupliceren. Voorbeelden zijn de Duitse Neuer Markt, de Franse Nouveau Marche, de Britse Techmark en Belgische EASDAQ. Na het uiteenspatten van de internetzeepbel zijn de meeste opgegaan in de aandelenmarkten.

⁴⁰ Zie Gompers (1995).

⁴¹ Zie Gompers en Lerner (1998).

voor bedrijven daarom vergemakkelijken. De gemiddelde afwikkelingsduur van een faillissement varieert tussen Europese landen, van één tot twee jaar.⁴² Verschillen in de nationale faillissementswetgeving en mogelijkheden voor herstructurering van schulden liggen hieraan ten grondslag. 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. Europese faillissementswetgeving kan daarbij richting geven hoe om te gaan met parallel lopende procedures en informatie-uitwisseling tussen rechtbanken uit verschillende landen.

7 Transitie faciliteren

De transitie naar een situatie met meer marktfinanciering gaat niet vanzelf vanwege marktfalen, zoals in paragraaf 3 is beschreven. Meer marktfinanciering betekent ook meer eigen vermogen. Het opbouwen daarvan kost tijd. De overheid kan deze transitie faciliteren door de markt voor equityfinanciering voorwaarts te helpen en belemmeringen weg te nemen voor alternatieve financieringsplatformen.

Een grotere markt voor participaties door equityfondsen draagt bij aan een snellere opbouw van eigen vermogen bij bedrijven. Er is wel potentieel marktfalen, er kan sprake zijn van schaaleffecten: 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 kapitaalsaanbod in equityfondsen beperken. De overheid kan de markt voor equityfinanciering dan stimuleren door randvoorwaarden te creëren die reputatievorming van equityfondsen bevorderen, 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.

Alternatieve financieringsplatformen, zoals crowdfunding en kredietunies, groeien snel, maar zijn vooralsnog nichemarkten. Om de groei van alternatieve financieringsplatformen te bevorderen kan de overheid ook hier beperkende factoren wegnemen. Een eerste potentiële belemmering is wet- en regelgeving. Bij crowdfunding is, afhankelijk van de structuur van het platform, sprake van toezicht door AFM en/of DNB. Kredietunies met meer dan tien miljoen euro aan opvorderbare gelden hebben een bankvergunning nodig. Zonder nu een uitspraak te doen over de rol en wenselijkheid van financieel toezicht, kan wel worden vastgesteld dat de administratieve lasten van toezicht starters in de weg kunnen staan.⁴³ Een andere belemmering is onvoldoende transparantie over de risico's van investeren via crowdfunding/kredietunies. Het vertrouwen kan langs een aantal lijnen worden vergroot. Zo kunnen crowdfundingplatforms gezamenlijk een *gedragscode* introduceren en rapporteren over de toepassing hiervan. Ook kwaliteitslabels, afgegeven door de overheid of toezichthouder, kunnen het vertrouwen bij investeerders vergroten. Daarnaast kunnen

⁴² Zie Beers e.a. (2015a).

⁴³ Gezamenlijk met de Europese Commissie wordt verkend of, en onder welke voorwaarden, Nederlandse kredietunies kunnen worden uitgezonderd van CRD-IV regelgeving, zie [kabinetsreactie](#).

toezichthouders een minimaal transparantieniveau eisen door crowdfundingplatforms te dwingen alle faillissementen binnen het platform te publiceren. Dit maakt het trackrecord en de daarmee samenhangende risico's van het platform inzichtelijk.

8 Referenties

Arcand, J. L., E. Berkes en U. Panizza, 2012, Too much finance?, IMF Working Paper 12/161.

[\[link\]](#)

Bartelsman, E., P.A. Gautier en J. de Wind, 2010, Employment Protection, Technology Choice and Worker Allocation, IZA Discussion Papers 4895. [\[link\]](#)

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 431. [\[link\]](#)

Beck, T. en R. Levine, 2002, Industry growth and capital allocation: does having a market-or bank-based system matter?, *Journal of Financial Economics*, vol. 64(2): 147-180. [\[link\]](#)

Beers, N. van, M. Bijlsma, S. van Veldhuizen en B. Vogt, 2015a, Marktfinanciering versus bankfinanciering, CPB Achtergronddocument, nog te verschijnen.

Beers, N. van, Mocking, R. en S. van Veldhuizen, 2015b, Afgenomen kredietverlening en de groei van het Nederlandse mkb, *Economische Statistische Berichten*, vol.100(4703): 74-77. [\[link\]](#)

Bijlsma, M., J. Lukkezen en K. Marinova, 2014, Measuring too-big-to-fail advantages from small banks' CDS spreads, CPB Discussion Paper 268. [\[link\]](#)

Bijlsma, M. en R. Mocking, 2012, The private value of too-big-to-fail guarantees, CPB Discussion Paper 240. [\[link\]](#)

Bijlsma, M. en G. Zwart, 2013, The changing landscape of financial markets in Europe, the United States and Japan, Bruegel Working Paper. [\[link\]](#)

BIS, 2014, Annual report. [\[link\]](#)

Bolton, P, J. Scheinkman en W. Xiong, 2005, Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets, *Review of Economic Studies*, vol. 73(3): 577-610. [\[link\]](#)

Caballero, R.J., T. Hoshi en A.K. Kashyap, 2008, Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, *American Economic Review*, vol. 98(5): 1943-77. [\[link\]](#)

CPB, 2015, Risicorapportage financiële markten 2015, CPB Notitie. [\[link\]](#)

Cuthbertson, K, S. Hayes en D. Nitsche, 1997, The behavior of UK stock prices and returns: is the market efficient?, *The Economic Journal*, 107, juli, p. 986-1008. [\[link\]](#)

Davies, R., A.G. Haldane, M. Nielsen en S. Pezzini, 2014, Measuring the costs of short-termism, *Journal of Financial Stability*, 12, 16-25. [\[link\]](#)

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*, 46(s1), 219-253. [\[link\]](#)

De Mooij, R. A. en M.P. Devereux, 2009, Alternative Systems of Business Tax in Europe: An applied analysis of ACE and CBIT Reforms, European Commission Working Paper 17. [\[link\]](#)

ESMA, 2014, Review on the application of accounting requirements for business combinations in IFRS financial statements, Report. [\[link\]](#)

Europese Commissie, 2015, Building the Capital Markets Union, Green Paper. [\[link\]](#)

Euwals, R., D. van Vuuren en B. ter Weel, 2014, Werken in goede gezondheid, CPB Policy Brief 2014/03. [\[link\]](#)

Fatica, S., T. Hemmelgarn en G. Nicodème , 2012, The debt-equity tax bias: consequences and solutions, European Commission Working Paper 33. [\[link\]](#)

Gambacorta, L., J. Yang en K. Tsatsaronis, 2014, Financial structure and growth, *BIS Quarterly Review*, March. [\[link\]](#)

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

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

Igan, D., P. Mishra en T. Tressel, 2011, A fistful of dollars: lobbying and the financial crisis, *NBER working paper w17076*. [\[link\]](#)

International Monetary Fund, 2014, Global Financial Stability Report - Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth, Washington. [\[link\]](#)

Kalemli-Ozcan, S., Sorensen B. en S. Yesiltas, 2011. "Leverage Across Firms, Banks and Countries", NBER Chapters, Global Financial Crisis National Bureau of Economic Research, Inc. [\[link\]](#)

Lambert, T., 2015, Lobbying on Regulatory Enforcement Actions: Evidence from Banking, Louvain School of Management, Working paper 2015/07. [\[link\]](#)

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R.W. Vishny, 1997, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 1131-1150. [[link](#)]

NESTA, 2010, Growth dynamics, Exploring business growth and contraction in Europa and the US, Report 2010. [[link](#)]

Peek, J. en E.S. Rosengren, 2005, Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan, *American Economic Review*, vol. 95(4): 1144-1166. [[link](#)]

Petersen, M. A. en R.G. Rajan, 1995, The effect of credit market competition on lending relationships, *The Quarterly Journal of Economics*, 407-443. [[link](#)]

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

SER, 2014, Verbreding en versterking financiering MKB, Rapport, Commissie SEA, Den Haag: Sociaal Economische Raad. [[link](#)]

Tirole, J, 2010, *The theory of corporate finance*, Princeton University Press. [[link](#)]

Veron, N., 2014, Defining Europe's capital markets union, Bruegel Policy Contribution 2014/12. [[link](#)]

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



Dit is een uitgave van:

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

Augustus 2015 | ISBN 978-90-5833-700-9