

# De kapitaalmarkt op slot; wie heeft de sleutel?

—  
Auteur

Jaap Koelewijn

De kapitaalmarkt kan door de kredietcrisis steeds minder goed de functie van intermediair tussen vraag naar en aanbod van kapitaal vervullen.

Banken zwichten onder kapitaaleisen en verkorten daarom hun balans.

De ogen zijn gericht op de volle kassen van instituten, maar ook zij houden de boot af.

Ze willen niet praten over hun rol in de specifieke Nederlandse context.

Zijn ze bang voor beleggingsdwang?

De kredietcrisis heeft verstrekende gevolgen voor het functioneren van de kapitaalmarkt. Aan de kant van de beleggers is er sprake van een enorme risicoaversie, die tot uitdrukking komt in een nog steeds hoge risicopremie. Weliswaar zijn de risicopremies niet meer zo hoog als in 2008-2009, maar ten opzichte van 2007 zijn ze nog steeds een veelvoud. Dat is niet het enige probleem. De hoeveelheid verstrekt krediet groeit nauwelijks meer. Banken zijn mede onder invloed van de verzwaarde regelgeving en hogere eisen aan hun risicobeheer – gedwongen hun balansen te verkorten. Zij zijn minder dan voorheen bereid om leningen te verstrekken en in verschillende sectoren – zoals de scheepvaart en vastgoed – zeggen zij lopende financieringen op. Projecten die vijf jaar geleden gemakkelijk gefinancierd konden worden, kunnen nu niet doorgaan. Er is dus sprake van een klassieke kredietrantsoenering. De banken beperken de omvang van de kredietverlening omdat ze de risico's onvoldoende kunnen overzien en beheersen. De problemen manifesteren zich niet alleen in de kredietmarkt. Ook de openbare aandelenmarkt functioneert moeizaam. Het aantal succesvolle beursgangen in de afgelopen jaren is sterk gedaald.

Macro-economisch gezien verkeert ons land in een heel bijzondere positie. De besparingen van gezinnen – via de pensioenfondsen – zijn nog steeds aanzienlijk en ook ondernemingen hebben goed gevulde kassen. Ons land als geheel heeft een spaaroverschot. Daarnaast is er een ontwikkeling gaande waarbij beleggers steeds meer bepaalde landen als veilige haven gebruiken. De AAA status legt Nederland geen windeieren: de staat kan zelfs tegen een negatieve rente lenen. Ook is er een tendens waarneembaar dat banken en pensioenfondsen meer dan voor de kredietcrisis de voorkeur geven aan het onderbrengen van middelen in het eigen land.

Dat mag allemaal niet wegnemen dat met name het kleine en middelgrote bedrijfsleven meer dan voorheen moeite heeft om aan financiële middelen te komen. Er is kennelijk sprake van een niet goed functionerende kapitaalmarkt. Je zou verwachten dat met name de institutionele beleggers

## *Het probleem van de kapitaalmarkt is de kwalitatieve mismatch tussen vraag en aanbod*

in dit gat zouden springen. Ze hebben volle kassen en ze hebben daarnaast ook dringend behoefte aan een uitbreiding van hun beleggingsuniversum. Staatleningen zijn niet meer wat ze waren, high yield is te risicovol en andere beleggingen zijn te weinig liquide.

Het leek de redactie een goed idee om een aantal institutionele beleggers te interviewen over hun veranderende rol in de Nederlandse context. Maar tussen een goed idee en de uitvoering daarvan kan een groot gat gapen. Natuurlijk, het was een interessant onderwerp, het had hun warme belangstelling, maar nu een interview geven? Nee, geen van de grote fondsen in Nederland gaf thuis. Men erkent de maatschappelijke noodzaak om meer voor ons land te doen, maar wil zich daar niet in het publieke domein over uitlaten. De politiek zou op het idee kunnen komen om regels op te leggen. Men wil wel wat doen, maar daarbij wel alle vrijheid houden. Geen beleggingsdwang.

Is er nu sprake van – om met Schumpeter te spreken – creative destruction? Komt de markt met nieuwe combinaties? Misschien is het nog te vroeg om daarover definitief wat te zeggen, maar er is wel sprake van een aantal interessante ontwikkelingen. Het VBA journaal maakte een korte tocht langs de velden

De meest voor de hand liggende partij om mee te spreken is NYSE Euronext Amsterdam. De beurs heeft een lange geschiedenis met initiatieven om voor kleinere ondernemingen de toegang tot de kapitaalmarkt te financieren. Alice Jentink van NYSE Euronext licht toe.



Peter Nederlof

‘De beurs heeft de afgelopen jaren verschillende initiatieven genomen om de toegang tot de markt verder te verbeteren. Denk daarbij bijvoorbeeld aan Alternext. Wat we nu willen, is om in een bredere setting initiatieven te nemen. Door de Europese integratie ontstaat er steeds meer een geïntegreerde markt en we willen kapitaalvragers daar toegang toe bieden. We proberen de lokale initiatieven op een Pan Europees niveau te brengen.’

*Wat is er tot nu toe gebeurd?*

‘Er zijn twee MKB obligaties in de notering gekomen. Dat is een nieuw product, waarmee het MKB via de kapitaalmarkt aan middelen kan komen. Daarnaast hebben we een

internationale commissie ingesteld die met aanbevelingen is gekomen om de toegang tot de kapitaalmarkt voor het MKB te verbeteren. Er ligt nu een consultatiedocument met aanbevelingen voor waarop de markt kan reageren. Er staat een hele trits aanbevelingen in. De belangrijkste hebben betrekking op de organisatie van de markt en het toezicht daarop, het inzetten van specialisten om de markt te onderhouden, het zorgen voor liquiditeit en het scheppen van een goede kostenstructuur. Daarnaast zijn er aanbevelingen voor de eisen waaraan de bedrijven zullen moeten voldoen. Voor kleine en middelgrote bedrijven zullen de eisen minder belastend moeten zijn.

Verder kijken we in Nederland naar een nieuwe infrastructuur voor MKB financiering. We zijn alternatieve manieren aan het bekijken om kleinere ondernemingen toegang tot kapitaal te bieden. Op dit moment zijn we bezig met een haalbaarheidsstudie en in dat kader zijn we met verschillende partijen in gesprek..

*Het is nog geen succesverhaal.*

‘Ik zie dat wat anders. We zijn nu echt op zowel lokaal als Europees niveau bezig om nieuwe activiteiten te ontwikkelen. Dat kost tijd en de regelgeving is complex. Een eenvoudige toegang tot de markt moet de bescherming van de belegger niet in de weg staan. Daarnaast moeten we veel verschillende belangen op een lijn krijgen.’

Een initiatief dat recent vrij veel aandacht trok was de emissie van een MKB obligatie door het Amsterdamse huis Keijser Capital. Na de teloorgang van een aantal kleine onafhankelijke kantoren is het een van de weinige nog echt onafhankelijke effectenhuizen in de lokale markt. Het kantoor is gevestigd aan de statige Keizersgracht, maar ademt verdere een sfeer van soberheid. ‘De tijden dat alles maar kon, zijn voorbij’ zegt directeur Peter Nederlof. ‘Wij denken dat er voor nichespelers nog steeds ruimte bestaat, maar dan moet je wel kostenefficiënt zijn. ‘Vroeger kon je met aandelenresearch nog een goede boterham verdienen’ vult analist Nico van Geest aan. ‘Ook dat lukt nog maar nauwelijks, want de markt is kleiner geworden en een aantal grote spelers domineren hem. Wij richten ons nu meer op gespecialiseerde activiteiten, zoals bond research. Daar kunnen we wel waarde toevoegen.’ Nederlof vult aan: ‘Wij zien dat er een hele grote groep bedrijven is die een goed lopende business heeft. Ze zouden willen expanderen, maar dat gaat lastig omdat de financiële armslag beperkt is. Wat we zien, is dat de banken nu heel sterk sturen – meer dan voorheen – op de zekerheden die ze op de balans zien staan.’

*Kun je dat toelichten?*

‘Een van onze klanten is een bedrijf dat vorderingen opkoopt van andere bedrijven. Denk daarbij aan webwinkels, telecombedrijven en energieleveranciers. Zij willen zich richten op hun kernactiviteiten en beschouwen incasso van debiteuren met een achterstand niet als hun core business. Daarom verkopen ze tegen een korting pakketten debiteuren aan onze klant. Die heeft zich juist gespecialiseerd in het incasseren van dergelijke vorderingen. Ze hebben een database met zeer gedetailleerde informatie over het betalingsgedrag van miljoenen



Quirijn Haak

huishoudens en daarom kunnen ze een goede inschatting maken van de bedragen die ze uiteindelijk kunnen invorderen. Daarbij nemen ze uiteraard ook de slechte stand van de economie mee. Om het heel eenvoudig te vertellen: ze kopen vorderingen met een nominale waarde van 100 tegen een prijs van 60. Ze weten op basis van hun expertise dat ze 90 kunnen realiseren. De werkelijke waarde van de balanspost van 60 is in hun visie dus 90. Het probleem is nu dat de bank niet op basis van 90 wil financieren maar op basis van 60 of nog minder.

## *Wij vullen het gat op dat de banken door hun risicoaversie laten ontstaan*

Dat is dus een knelpunt, zeker als je wilt groeien. De toekomstige kasstroom kan onder de huidige omstandigheden maar moeilijk worden gefinancierd, terwijl er toch een betrekkelijk goede zekerheid is. Daarom hebben we in overleg met de klant besloten een off balance vehikel op te richten. De vorderingen worden in een afzonderlijke entiteit ondergebracht en ter financiering daarvan hebben we een obligatie-emissie naar de markt gebracht. De obligatiehouders hebben een exclusieve claim op de kasstromen. Het is de bedoeling om de inkomende betalingen te gebruiken voor een verdere expansie van het bedrijf. Op die manier kunnen we schaalvoordelen realiseren. Je haalt over een groter volume aan debiteuren je marge binnen.'

### *Hoe zeker is de positie van de debiteuren?*

'Naar onze opvatting is die heel sterk. De vorderingen zitten, zoals gezegd, in een afzonderlijke stichting. Het management van het bedrijf kan er niet aankomen. De stichting heeft een onafhankelijk bestuur dat in het belang van de obligatiehouders moet handelen, en ook nog een pandrecht op en stemrecht van de aandelen bezit evenals op de gehele kasstroom. Daarnaast is het de opzet dat het om een tijdelijke activiteit gaat. Na een vooraf vastgestelde periode worden de obligaties geheel afgelost en krijgt de crediteur, naast een vaste rente van 8% mogelijk ook nog een winstuitkering van 2%. Omdat er relatief veel zekerheid is over de kasstromen kunnen we ook een onderverdeling van de MKB obligaties maken. De belegger krijgt dan meer mogelijkheden om naar gelang van zijn risicoprofiel een bepaald type MKB obligatie te kopen.

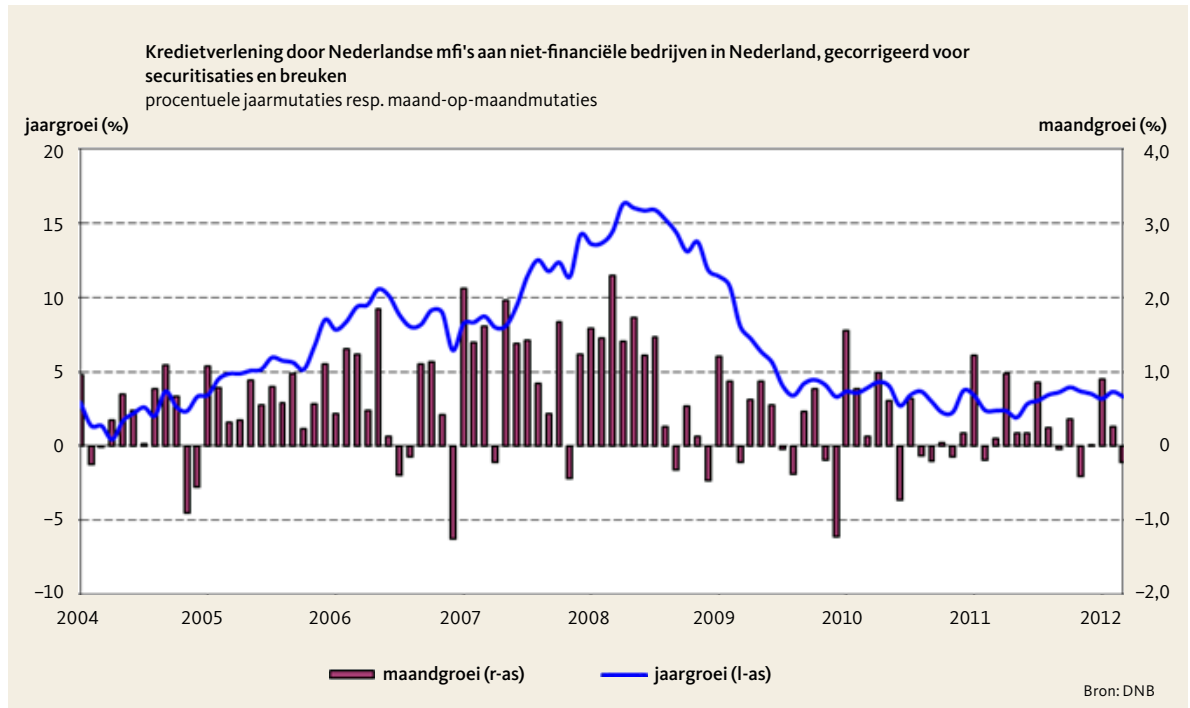
We richten ons op de markt voor ondernemende beleggers en family offices. Daar is een grote behoefte aan alternatieven met een aantrekkelijke kasstroom. Bovendien zijn deze partijen niet gebonden aan allerlei strakke regels van toezichhouders, zoals de omvang en wel of geen rating, zodat ze minder belemmeringen hebben om in te kunnen stappen.'

### *Wat zijn de ervaringen toe nu toe?*

'Heel erg soepel is het nog niet gegaan. Omdat de uitgifte nog loopt, laat ik me daar nog niet over uit. De grote banken hebben er niet veel aandacht aan besteed, een enkele deed er helemaal niets mee. Dat is jammer. Ook was er wat onduidelijkheid over de positie van de obligatiehouder. Dat is een verbeterpunt in de communicatie.'

### *Wat brengt de toekomst?*

'We zijn ervan overtuigd dat er een markt is voor deze vorm van financiering. Ook andere bedrijven met sterke kasstromen zullen er behoefte aan hebben. Het publiek en de banken moeten duidelijk nog wennen aan deze innovatie.'



Waar Keijser met zijn MKB obligaties nog een min of meer traditionele rol als intermediair heeft, kiest het Rotterdamse Kapitaalplaza voor een heel andere propositie. Het bedrijf – opgericht door Quirijn Haak en partners. Het bedrijf startte in 2011 met de propositie van match maker ofwel investment matching en zal later dit jaar DLF, Dutch Loan Fund, introduceren. Quirijn Haak licht een en ander toe.

‘Wij zijn geen klassieke intermediair in de zin dat we met eigen middelen bedrijven financieren. Het enige wat wij doen – en dat willen we heel goed doen – is het bij elkaar brengen van aanbieders van een vragers naar kapitaal. Dat kunnen traditionele kredieten zijn, maar even zo goed ook achtergestelde leningen. Dat is aan de partijen zelf wat voor vorm ze kiezen.

In de matchingdienst bieden wij vragers naar kapitaal de mogelijkheid om in een door ons opgesteld format aan te geven wat hun behoefte is. Voor het fonds DLF streven wij naar een sterke standaardisatie. Dat is door toepassing van bijvoorbeeld XBRL heel goed mogelijk. Daardoor is het heel transparant hoe een bedrijf ervoor staat en of er een solide basis is voor groeifinanciering. Wij richten ons dus niet op de hele kleine bedrijven en de starters. Onze focus ligt op bedrijven met een bewezen track record. Wij werken daarom samen met accountants samen die zorgen voor betrouwbare informatie. De kapitaalvrager kan zich daar aanmelden.

*Hoe zijn jullie tot deze propositie gekomen?*

Wij zagen natuurlijk ook dat er een knelpunt zit in de kapitaalmarkt voor het midden en grotere MKB. We hebben bij instituten gepeild wat voor eisen ze stelden aan een initiatief als het onze. De reactie is kort en goed de volgende. Het moest om gezonde kredietaanvragen gaan die ‘normaal’ financierbaar zouden moeten zijn. Men had ook geen behoefte aan microfinanciering of de financiering van starters. Men wilde geen projecten financieren waar de overheid met garanties of anderszins bij betrokken is.

Verder wil men dat het om een schaalbare activiteit gaat. Als de infrastructuur er eenmaal ligt, dan moet die een forse capaciteit hebben. Daarnaast, en dat is een harde eis, moet er een betrouwbaar proces zijn. Het moet van het beging af aan goed gaan en er mogen geen fouten gemaakt worden.

*Is er koudwatervrees?*

‘Dat is tekort door de bocht. We merkten wel dat de fondsen weinig behoefte hadden om zich specifiek meer op Nederland te richten. Belangrijk is dat de financieringen bedrijfseconomisch verantwoord zijn. Verder zie je dat de fondsen een sterke voorkeur hebben met andere partijen samen in het fonds te stappen. Er is dus sprake van een zekere risicoaversie. Ook kijkt men met een schuin oog naar de toezichthouder. De behandeling van illiquide beleggingen kan consequenties hebben. Gelukkig is DNB recent zelf over deze materie met pensioenfondsen in overleg getreden.

*Hoe gaat het met de plannen?*

We hebben mee- en tegenvallers. Soms ziet een fondsbestuur ons als een concurrent van bankpapier of wil men niet meer exposure op Nederland. Maar we kunnen nu gelukkig wel melden dat we van enkele instituten voorwaardelijke toezeggingen hebben gekregen die een gezonde basis vormen voor de start van het fonds met een doelomvang van 450 miljoen euro. Uitgaande van een portefeuille met leningen van gemiddeld 1 tot 2 miljoen euro kunnen we een goed gespreide belegging aanbieden.

*Afsluiting*

Van verschillende kanten proberen partijen de kapitaalmarkt weer vlot te krijgen. De initiatieven zijn nog pril maar kansrijk. De behoefte is er, maar het grote succes moet nog komen. Graag hadden we nog gesproken met de partijen die crowdfunding organiseren. Mailen en bellen mocht niet baten. Er kwam geen reactie. Daarvan hoeven we het dus niet te hebben. ■