

- Kreditschaarste?
- Het bredere plaatje
- Op zoek naar alternatieven
- Een blik in de toekomst
- Besluit

## Bedrijfsfinanciering

### Enkele alternatieven op scherp

Met de verwachting dat de balansen van de Europese banken onder druk van de Bazel III regelgeving tegen eind 2013 zullen krimpen met 2.000 miljard euro, blijft de vrees voor een algehele kredietschaarste niet van de lucht. Kredietcijfers wijzen tot op heden niet meteen op een groot probleem maar dat komt ook doordat bedrijven en investeerders momenteel een zeer afwachtende houding aannemen en hun kredietaanvragen zelf intrekken. Onze VKW enquête met meer dan 400 respondenten toont evenwel aan dat er wel degelijk sprake is van een kredietverstrakking. Heel wat bedrijven beseffen dat ze best zelf op zoek gaan naar alternatieven voor hun toekomstige financiering. We gaan in deze beleidsnota uitvoerig in op de modaliteiten van enkele nieuwe en hoopgevende pistes die steeds meer voet aan de grond krijgen.

#### 1. Kreditschaarste?

##### 1.1 Kwantitatieve analyse

Waar we een jaar geleden het ergste vreesden, mogen we eind 2012 besluiten dat een algehele kredietschaarste voorlopig is uitgebleven, ook in eigen land. Sinds het uitbreken van de kredietcrisis in 2008 is het volume uitstaande kredieten aan Belgische bedrijven zelfs nog verder toegenomen met 21 miljard euro. Vandaag staat een recordbedrag van 118 miljard aan bedrijfskredieten uit. Tellen we de verbintenissen en kredieten aan zelfstandigen daarbij, dan stijgt dit bedrag tot 130,4 miljard. Niettegenstaande deze opwaartse trend merken we sinds midden dit jaar een kleine kentering. Zowel het volume als het aantal verstrekte kredieten kent sindsdien een licht dalend verloop. Men kan vermoeden dat dit vooral wijst op een minder grote vraag naar kredieten vanwege de bedrijven zelf. Zo tekende de Nationale Bank halfweg dit jaar een daling op van het aantal aangevraagde kredieten met meer dan 12% ten opzichte van een jaar eerder. Alle tekenen wijzen erop dat dit een gevolg is van de mindere economische vooruitzichten die bedrijven ervan weerhouden om te investeren. Tegen die achtergrond lijkt kredietschaarste nog ver weg.

##### 1.2 Kwalitatieve analyse

Puur op basis van volumes, moeten we de kredietschaarste naar het rijk der fabelen verwijzen. Toch zijn er redenen te over om bezorgd te zijn. De afgelopen weken deed VKW een nieuwe rondvraag bij haar leden om de werkelijke kredietsituatie beter te kunnen inschatten. Uit de antwoorden van meer dan 400 respondenten blijkt overduidelijk dat we wel degelijk mogen spreken van een verdere kredietverstrakking (tabel 1). Waar een jaar geleden reeds 58,7% aangaf dat banken kariger zijn geworden met het verstrekken van krediet, is dit percentage heden opgelopen tot 70%. Opvallend is dat 86,2% de stelling onderschrijft dat banken veeleisender zijn geworden en meer formele voorwaarden stellen in vergelijking met een jaar geleden. Er wordt ook steeds meer aangedrongen op het gebruik van waarborgen (78,2). Voor kleinere bedrijven



#### Auteur:

Geert Janssens

#### Redactieadres:

Sneeuwbeslaan 20 - 2610 Wilrijk  
Tel.: 03 829 25 06  
Fax: 03 829 25 22  
E-mail: [vkwm.etena@vkwb.be](mailto:vkwm.etena@vkwb.be)  
[www.vkwm.etena.be](http://www.vkwm.etena.be)

#### Verantwoordelijke uitgever:

VKW Denktank

	Akkoord		Niet akkoord		Geen mening	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
<b>In welke mate is er sprake van een kredietverstrekking?</b>						
Banken zijn kariger geworden bij het verstrekken van krediet	58,7	70,0	34,7	20,6	6,7	9,4
Banken zijn veeleisender geworden en stellen meer formele voorwaarden	78,0	86,2	18,0	9,5	4,0	4,3
Er worden door de banken meer waarborgen gevraagd	68,0	78,2	21,3	15,5	10,7	6,3
Banken dringen steeds meer aan op het afsluiten van convenanten	56,1	64,6	21,6	15,5	22,3	19,9
Het is moeilijker geworden om een bestaand krediet te verlengen	41,3	52,9	42,7	28,9	16,0	18,2

**Tabel 1:**

Kredietverstrekking is een feit.

Bron: VKW-enquête - november 2012

schrikken banken er zelfs niet voor terug om persoonlijke waarborgen te vragen.

Uit tabel 1 lezen we ook af dat een jaar geleden 4 op 10 bedrijven aangaf dat het moeilijker was geworden om een bestaand krediet te verlengen. Vandaag is dit percentage verder opgelopen tot meer dan de helft (52,9%). Opvallend is dat ten opzichte van een jaar geleden ook de grotere bedrijven met dit probleem te kampen krijgen (figuur 1). Het is de eerste keer sinds het uitbreken van de crisis dat grote bedrijven op zo'n grote schaal gewag maken van een kredietverstrekking.

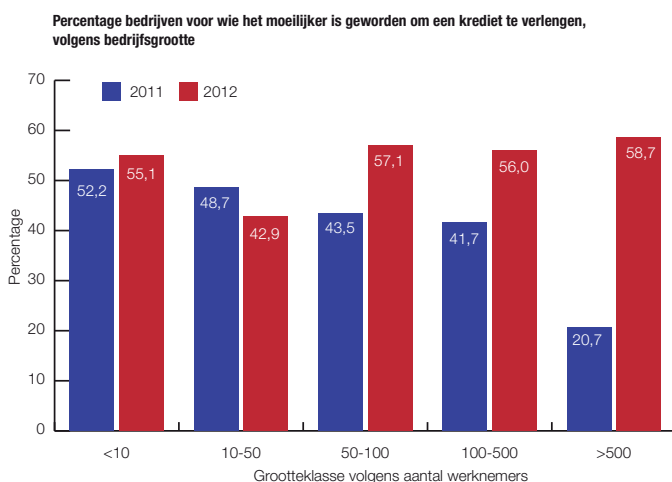
In dezelfde lijn liggen de bevindingen op basis van de figuren 2 en 3. Bij een vijfde van de respondenten heeft de eigen bank reeds laten verstaan dat de kredietlijnen onzeker zijn geworden. Dat is 6 procentpunten meer dan een jaar geleden. De grootste kopzorgen hebben de microbedrijven met minder dan 10 werknemers waar 30% deze ongemakkelijke boodschap te horen heeft gekregen. Maar, wat ook weer opvalt is dat in tegenstelling tot vorig jaar, ook heel wat grote bedrijven met dit fenomeen geconfronteerd zijn geworden. Kredietonzekerheid is niet langer het exclusieve domein van de kleinere bedrijven. Te-

gen deze achtergrond wekt het weinig verwondering dat bedrijven op zoek gaan naar alternatieve financieringsbronnen. Voor we daarop dieper ingaan, vragen we ons af hoe we de discrepantie tussen de officiële en eigen bevindingen aan elkaar moeten knopen.

## 2. Het bredere plaatje

Hoe moeten we de bevindingen uit de vorige paragraaf met elkaar doen rijmen? Het is duidelijk dat volumes niet alles zeggen. Heel veel bedrijven geraken minder gemakkelijk aan krediet of hebben alleszins het gevoel dat banken minder staan te springen om kredieten te verschaffen. Anderzijds blijkt uit tal van gesprekken dat banken maar wat graag krediet zouden geven, zeker aan bedrijven met sterke financiële ratio's.

Uit onze enquête blijkt vooral een selectieve kredietschaarste. Bepaalde types van bedrijven en/of types van financiering geraken in het nauw. Figuur 4 toont aan dat financiering op langere termijn alsook projectfinanciering de grote zorgkinderen blijven. Uit een verdere rondvraag blijkt dat voor veel bedrijven, ook de grotere, hier het schoentje wringt. Duidelijk is ook dat banken anticiperen op de Bazel III normen omdat deze types van financiering zwaarder worden gepenaliseerd in het risicowegingssysteem. Dat weegt ook op kaskredieten of de financiering van behoeftes inzake werkkapitaal. Dat heeft dan weer nega-

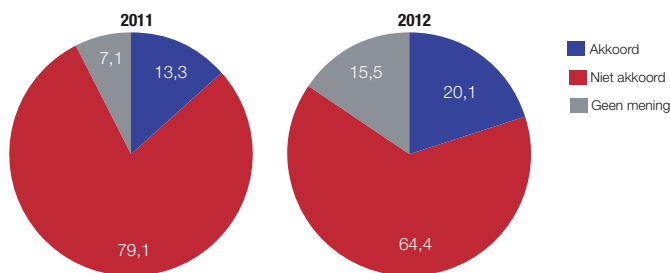


**Figuur 1:**

Verlengen bestaand krediet is moeilijker geworden.

Bron: VKW-enquête - november 2012

Mijn eigen bank heeft reeds laten verstaan dat mijn kredietlijnen onzeker zijn geworden.



**Figuur 2:**  
Banken trekken zelf aan de alarmbel.

Bron: VKW-enquête - november 2012

tieve gevolgen voor de micro-bedrijven die vaak een beroep doen op dat soort korte termijfinanciering. Eveneens nadelig voor kleinere bedrijven is dat hun werkelijke financiële situatie moeilijker is in te schatten. Door in het algemeen meer waarborgen te vragen, proberen banken de bestraffingen door Bazel III in te dammen. Ook persoonlijke waarborgen komen daarbij steeds nadrukkelijker in beeld. Heel wat bedrijven geraken op die manier nog wel aan krediet maar ervaren die manier van werken als zeer restrictief.

Een tweede element dat de stijging van de volumes in een breder perspectief plaatst, is dat onze banken sinds het uitbreken van de crisis vele miljarden

euro's staatssteun hebben ontvangen. Ze zijn aldus in zekere zin hun belofte nagekomen om de Belgische economie in evenredige mate bijkomend te ondersteunen met nieuwe kredieten. Ook de afbouw van hun buitenlandse activiteiten verschaft extra ruimte voor binnenlandse kredietverlening. Ten slotte hebben ook de spaarders de volumegroei stevig ondersteund. Extreem lage rentes konden hen er niet van weerhouden om sinds het uitbreken van de crisis in 2008 ongeveer 70 miljard euro extra op klassieke spaarboekjes te parkeren. Spaarders kiezen daarmee eieren voor hun geld. Met rentes die lager liggen dan de inflatie en een ECB-geldkraan die wijd openstaat, krijgen banken super goedkope werkingsmiddelen in de schoot

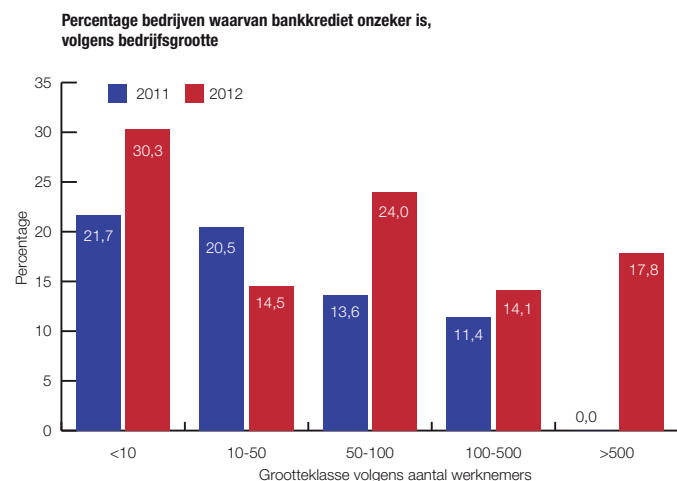
geworpen. Ook dat heeft geholpen om de bankfinanciering op peil te houden, althans in volume.

### 3. Op zoek naar alternatieven

Als banken zelf aangeven dat er onheil op komst is, dan wekt het weinig verwondering dat bedrijven op zoek gaan naar alternatieven. Meer dan de helft van de respondenten kijkt bijgevolg uit naar alternatieven buiten de bank om (figuur 5). Dat is in vergelijking met vorig jaar een toename met meer dan tien procentpunten. Het is een fenomeen dat bij alle bedrijfsgroottes terugkomt. Figuur 6 geeft aan welke alternatieven het meest worden overwogen. Op de eerste plaats komt het alternatief 'bevriende bedrijven en groepen' dat door 32,9% van de respondenten wordt overwogen. Op een gedeelte tweede plaats, met 26,9%, staan 'private equity' en 'klanten en leveranciers'. De 'kapitaalmarkt' is voor bijna een vijfde van de bedrijven een waardig alternatief. In wat volgt zullen we op elk van deze alternatieven meer uitvoering ingaan.

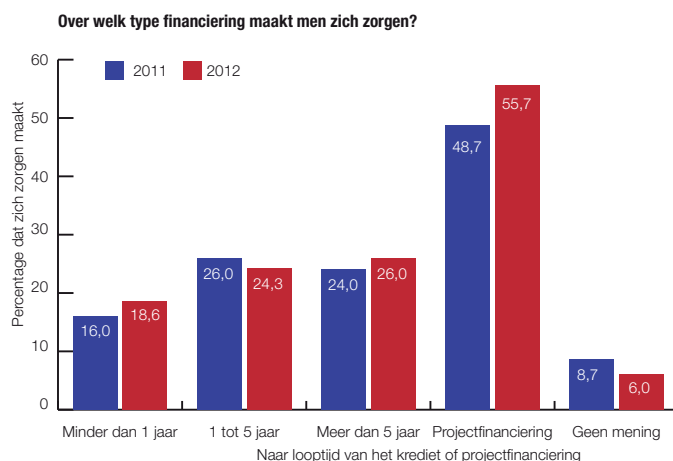
#### 3.1 Bevriende bedrijven en groepen

Uiteraard kunnen ook banken tot de vertrouwde omgeving van bedrijven behoren maar met een financieel systeem dat



**Figuur 3:**  
Onzekerheid is algemeen fenomeen.

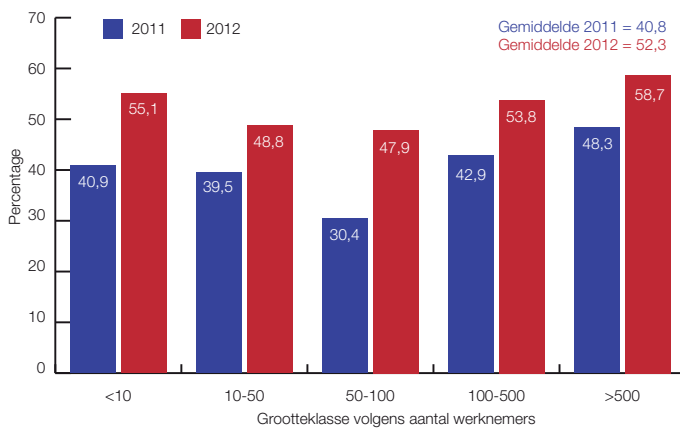
Bron: VKW-enquête - november 2012



**Figuur 4:**  
Schaarste is typeafhankelijk.

Bron: VKW-enquête - november 2012

### Zoektocht naar alternatieven is onafhankelijk van bedrijfs grootte



**Figuur 5:**

Iedereen zoekt alternatieven.

Bron: VKW-enquête - november 2012

steeds meer in een zakelijk carcan wordt gestoken, moeten bedrijven nieuwe paden betreden. Elk bedrijf moet voor zichzelf uitmaken tot wiens kransje 'bevriende bedrijven en groepen' men zou kunnen behoren. Voor wie reeds deel uitmaakt van een groepsstructuur is het uiteraard vrij simpel. Dergelijke bedrijven hoeven zich meestal ook geen zorgen te maken omtrent hun financiering. Zeker in multinationale omgevingen opereert men vanuit wereldwijd aangestuurde cashpoolingsystemen waarbij moederhuizen, holdings of financiële

coördinatiecentra de functie van interne bank op zich nemen. Deel uitmaken van zo'n groep heeft echter ook nadelen. Meestal verliest men (een deel van) zijn autonomie of wordt men feitelijk gewoonweg opgeslorpt door een groter geheel. Bedrijven die willen vermijden dat ze de facto worden overgenomen, gaan daarom steeds vaker op zoek naar kapitaalverschaffers die niet geïnteresseerd zijn in een overname of fusie. Die bestaan wel degelijk. Ondanks alle onheilsberichten over het aantal recordfaillissementen zijn er ook vandaag talloze

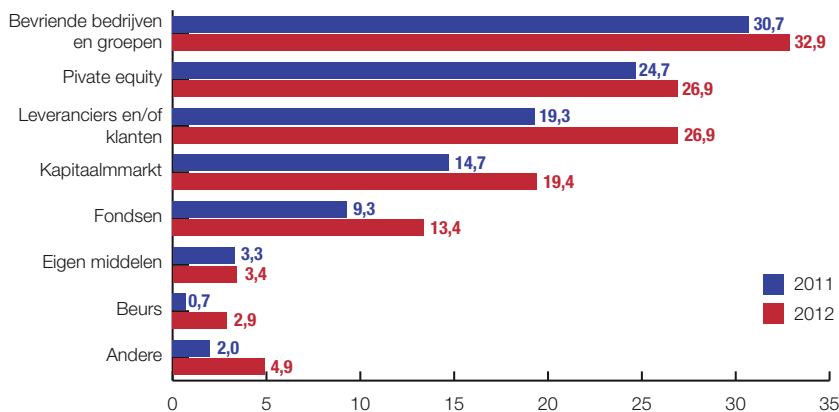
bedrijven met overvloedige cashreserves op de balans. Zij zijn vaak op zoek naar een goede belegging of aanwending van hun middelen. Het helpen van een bevriend bedrijf uit de omgeving is dan een optie die voor steeds meer bedrijven de moeite van het overwegen waard is. Het grootste probleem is en blijft uiteraard het matchen van vraag en aanbod. Besloten netwerken met vertrouwde partijen bieden de beste kansen.

### 3.2 Risicokapitaal <sup>1</sup>

Bedrijven die zoeken naar een injectie van vers kapitaal, kunnen ook aankloppen bij risicokapitaalverschaffers. Het is niet onze bedoeling om een volledig overzicht te geven van alle mogelijkheden en modaliteiten in Vlaanderen. Belangrijk voor de lezer is om goed te beseffen dat er ook in Vlaanderen een breed aanbod van risicokapitaalverschaffers ter beschikking staat. Op de websites van het Agentschap Ondernemen, het Business Angel Network Vlaanderen, de ParticipatieMaatschappij Vlaanderen,... vindt de lezer een uitgebreid aanbod aan mogelijkheden. Ook het Arkimedesfonds biedt perspectieven.

Doorgaans zijn risicokapitaalinvesteerders vooral geïnteresseerd in startende alsook groeiende bedrijven met potentieel. Niet elk bedrijf komt aldus in aanmerking. De investeringshorizon is doorgaans 7 jaar en men verkiest de rechtsvorm van een naamloze vennootschap. Strikt genomen is risicokapitaal geen substituuut voor bankfinanciering omdat investeerders bij voorkeur in het aandelenkapitaal stappen. Soms doen ze dit indirect via converteerbare obligaties. Dat neemt niet weg dat heel wat bedrijven met groei-potentieel zich noodgedwongen zullen richten tot risicokapitaalverschaffers. De nieuwe Bazelnormen zullen ook de aanwezigheid van dit type risicovolle activiteiten op de balans van de bank afstraffen. Anderzijds zal de inbreng van het risicokapitaal de balans van het bedrijf versterken en daardoor ook de kans op toekomstige bankfinanciering op haar beurt verhogen. De inbreng van risicoka-

### Welke alternatieven worden overwogen? Percentage in de steekproef dat hierover nadenkt



**Figuur 6:**

Een breed scala aan mogelijkheden.

Bron: VKW-enquête - november 2012

<sup>1</sup> Zie ook de brochure 'Risicokapitaal' via het Agentschap Ondernemen; <http://www.agentschapondernemen.be>

pitaal gaat immers ook gepaard met een stevige professionalisering van het management en de organisatiestructuur wat automatisch leidt tot een betere rating bij de bank.

### 3.3. Crowdfunding

Ook crowdfunding zou men kunnen beschouwen als een vorm van risicokapitaal. Bij crowdfunding gaat met letterlijk op zoek naar financiering bij de grote massa of het brede publiek. Vaak wordt gewerkt in twee fasen. In de eerste fase legt de ondernemer of starter rechtstreeks contact met de investeerders. Het internet is een ideaal platform om die verbinding te maken. Wie gelooft in het project kan een bepaald bedrag investeren en krijgt daarvoor in ruil een certificaat dat recht geeft op een meerwaarde bij verkoop. Gaat de onderneming in falen dan verliest de investeerder zijn inleg. Het is niet voor niets risicokapitaal. Eens het project voldoende publieke steun heeft gevonden via het internet, kan men overschakelen naar de tweede fase en aankloppen bij professionele investeerders. Vaak zorgt het internetplatform, dat optreedt als fondsenwerver, ook voor een professionele begeleiding van het startend bedrijf.

Enkele voorbeelden van Belgische crowdfunding initiatieven zijn <http://www.sonicangel.com> uit de muziek industrie alsook <http://www.MyFirstCompany.com>, <http://www.MyMicroInvest.com>, <http://angel.me>,... uit andere branches. Zie ook [www.agentschapondernemen.be](http://www.agentschapondernemen.be) voor meer informatie.

Voor meer info betreffende het juridisch kader, zie circulaire van de FSMA: [http://www.fsma.be/~media/Files/fsmafiles/circ/nl/fsma\\_2012\\_15.ashx](http://www.fsma.be/~media/Files/fsmafiles/circ/nl/fsma_2012_15.ashx).

### 3.4 Klanten en leveranciers

Naast bevriende groepen behoren ook de klanten en de leveranciers tot de vertrouwde omgeving van bedrijven. De onderlinge transacties tussen klanten en leveranciers leiden tot het ontstaan van het zogenaamd klanten- en leverancierskrediet. Wie zijn leveranciers na levering niet onmiddellijk betaald, krijgt

een leverancierskrediet. Wie zijn klanten uitstel van betaling gunt, geeft een klantenkrediet. Bedrijven, zeker kmo's, geven vaak te veel klantenkrediet. Men spreekt vaak van de verborgen bank omdat dit krediet vaak via bankleningen moet worden voorgefinancierd. Hun beperkte onderhandelingsmacht speelt kmo's vaak parten. Leveranciers hogerop in de productieketen kunnen daarvan profiteren.

Het voorbeeld van Ingram Micro (zie kaderstuk) toont aan dat men de situatie ook kan omdraaien. Wanneer bedrijven met sterke financiële schouders hun verantwoordelijkheid opnemen, dan kunnen ze optreden als virtuele bank voor hun klanten die financieel zwakker staan. Het toekennen van automatische kredietlimieten geeft dan bijvoorbeeld ademruimte aan bedrijven om moeilijke periodes te overbruggen. Ook in normale economische tijden hebben bedrijven er belang bij om elkaar te helpen. Enkele slimme technieken kunnen daarbij behulpzaam zijn (zie schema 1).

Bedrijven die plots een groot order binnenkrijgen en hiertoe bijkomende financiering nodig hebben, zien hun eigen bank steeds vaker passen. Door de omvang van het order staat het risico immers niet meer in verhouding tot de kredietwaardigheid van het bedrijf. Om de patstelling te doorbreken, zou het bedrijf dat het order van de eindklant ontvangt, met haar eigen leverancier kunnen afspreken dat deze laatste het geld voor-

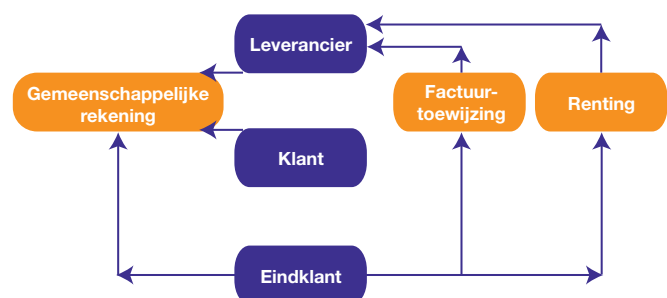
schiet. Beide partijen hebben er belang bij dat de transactie doorgaat. Om deze win-win te beklinken, kan het bedrijf met haar leverancier afspreken dat de eindklant de factuur zal betalen op een gemeenschappelijke rekening van het bedrijf en de leverancier (zie schema 1).

Een andere techniek is dat de betaling van de factuur door de eindgebruiker wordt toegewezen aan de leverancier die zich hogerop in de aanbodketen bevindt. Eigenlijk is dit een variant op de klassieke factoring waar een derde partij de factuur voor rekening van de leverancier gaat vorderen bij de klant. De factuurtoewijzing is vooral interessant in een situatie waar de leverancier weet dat de eindklant solvabel is maar de eigen klant niet bij machte is om in de markt de nodige financiering bij elkaar te sprokkelen.

Ook renting – als een variant op leasing – kan op een creatieve manier de illiquide situatie van de tussenklant omzeilen. De eindklant gaat hier ook weer rechtstreeks betalen aan de leverancier. Eigenlijk worden de goederen in leasing gegeven aan de eindklant tot de leverancier effectief wordt betaald.

### 3.5 Kapitaalmarkt

Een trend die zich de laatste jaren zeer nadrukkelijk aftekent, is dat bedrijven zelf naar de kapitaalmarkt trekken. Vooral papier met een looptijd van meer dan 1 jaar kende een groot succes. Wellicht hebben bedrijven alzo maximaal willen



**Schema 1:**  
Klanten en leveranciers helpen elkaar.

Bron: VKW Metena

## Ingram Micro

Een bedrijf dat haar klanten rechtstreeks helpt met hun bedrijfsfinanciering is Ingram Micro, de grootste distributeur in de wereld van technologische producten en smartphones. Het bedrijf levert kant en klare logistieke oplossingen om producten van bij de producenten tot bij de eindklanten te brengen. Ingram Micro neemt vanuit die rol heel wat kredietrisico's op zich. Een deel daarvan worden ingedekt met klassieke kredietverzekeringen maar Ingram Micro heeft echter ook een eigen risico-opvolgings-systeem. Elke klant wordt minstens twee keer per jaar gecontroleerd op het risico op wanbetaling. Al deze gegevens worden bijgehouden en verwerkt in een centraal datasysteem op basis waarvan klanten als het ware gerangschikt kunnen worden in functie van hun kredietwaardigheid.

Tijdens de crisis van 2009 stelde Ingram Micro vast dat heel veel van haar klanten in liquiditeitsproblemen waren terecht gekomen. Ondanks een stevige solvabiliteit trokken heel wat banken hun financiering terug. Ingram Micro besloot daarop om de kredietwaardigheid van 35.000 klanten op zeer korte termijn te analyseren om vervolgens de kredietlijnen aan haar klanten op twee maanden tijd met meer dan 100 miljoen euro op te trekken. Daardoor is de verkoop niet in elkaar gezakt, zelfs gestegen, en zijn heel veel solvabele bedrijven niet over kop gegaan.

Om de kredietrelatie tussen leverancier en klant vlot te trekken maakt Ingram Micro ook regelmatig gebruik van technieken zoals de gemeenschappelijke rekening, factuurtoewijzingen en renting als een vorm van derde partij leasing (zie schema 1).

profiteren van de lage rentevoeten op langere termijn. Momenteel bevindt het rendement voor bedrijfsobligaties zich ergens tussen de rente voor een klassieke banklening en de rente die spaarders krijgen op spaarboekjes. We mogen dus spreken van een win-winsituatie voor zowel emitterende bedrijven als intekenende beleggers. Het individueel rendement is uiteraard afhankelijk van de risicograad. Experts spreken in dat verband van 'investment grade' en 'high yield' obligaties. High yield staat eigenlijk voor junk bonds waarbij beleggers een hoger rendement vragen omwille van het hogere risico op niet-terugbetaling. Technisch betreft het obligaties met een lagere rating dan de Standard & Poor's BBB- rating. Investment grade betreft de uitgifte van minder risicovolle obligaties door bedrijven tegen een navent lagere rente.

### 3.5.1 Publieke uitgiften (retailobligaties) <sup>2</sup>

Wanneer een bedrijf zelf rechtstreeks geld wil ophalen via de kapitaalmarkten dan moet het een keuze maken tussen een publieke of private uitgifte. Publieke uitgiften (retail-obligaties) betreffen meestal grote uitgiften, vanaf 100 miljoen euro. Vooraleer een dergelijke uitgifte mag worden aangeboden aan het grote publiek, moeten de bedrijven eerst een prospectus uitgeven en laten goedkeuren door de toezichthouder. ABIn-Bev, Arseus, Bekaert, Belgacom, Delhaize, Fluxys, Omega Pharma, Telenet,... zijn grote bedrijven die de voorbije jaren dergelijke retail-obligaties hebben uitgegeven. Zo'n uitgifte gebeurt meestal via het kantorennet van enkele banken die als plaatsingsagent optreden.

In de praktijk zijn obligatie-uitgiften een alternatief voor een beursgang of een middel om bankleningen te herfinancieren. Ze bieden ook een alternatief voor financiering met een looptijd langer dan 5 jaar, iets wat banken onder druk van Bazel III steeds minder graag aanbieden. Anderzijds is de amendering van de voorwaarden van een publieke obligatie-uitgifte tijdens de looptijd erg moeilijk en staan hoge boetes op vervroegde terugbetaling. Vanuit het standpunt van de belegger wordt er bij een intekening

op een bedrijfsobligatie in principe gekeken naar de liquiditeitsratio alsook de schuldgraad van het bedrijf.

### 3.5.2 Private plaatsingen

Voor minder grote bedrijven, vaak niet-beursgenoteerde, is een tranche van 100 miljoen euro uiteraard geen optie. Zij kunnen echter hun toevlucht nemen tot een private plaatsing. In plaats van zich willekeurig te richten tot een der welke spaarder, gaat men in dat geval professionele investeerders en/of vermogende partijen rechtstreeks aanspreken. Ook de zogenaamde 'family offices' – die het patrimonium van welstellende families beheren - zijn een interessante doelgroep. Enkele recente voorbeelden van onderhandse obligatie-emissies vinden we terug bij geneesmiddelenbedrijf Vemedia Pharma, de entertainmentgroep Studio 100, het kranenbedrijf Sarens en diepvriesaardappelen-producent Agristo. Het voordeel van onderhandse obligaties is dat er voor hun uitgifte geen prospectus moet worden goedgekeurd door de toezichthouder. Een uitgifte die zich niet richt tot het grote publiek, maar enkel naar professionele beleggers, heeft geen openbaar karakter en wordt daarom vrijgesteld van zo'n prospectus. Dat geldt ook wanneer men het aantal niet-professionele beleggers dat wordt aangesproken, beperkt tot 150 natuurlijke personen en/of rechtspersonen. Wanneer het aanbod per belegger minstens 50.000 euro bedraagt, mag de uitgifte evenzeer als niet openbaar worden beschouwd, maar deze drempel zal binnenkort worden opgetrokken tot 100.000 euro. De regelgever veronderstelt dat wie met dergelijke grote bedragen opereert, mag beschouwd worden als een professionele belegger.

### 3.5.3 Mini-obligaties

Een creatieve oplossing die opgang maakt, zijn de zogenaamd kleine of mini-obligaties. In wezen zijn ze ook een vorm van publieke plaatsing. Bouwbedrijf Terra (Hyboma Group) uit Kortemark deed afgelopen maanden een doorlopende publieke obligatie-uitgifte met een maximum van 7,5 miljoen euro. Ook kleinere bedragen zijn mogelijk. Het idee kwam overgewaaid uit Duitsland waar de beurs van Stuttgart enkele jaren geleden de 'Mittelstand Bond' lanceerde.

<sup>2</sup> Zie ook Pattyn S., 2012.

## Beleidsmatig kader moet risico in ere herstellen

We hebben er reeds op gewezen dat de beleidsmatige context waarin banken moeten werken de kredietverstrekking niet vergemakkelijkt. De acties van beleidsmakers, regulatoren en toezichthouders zijn erop gericht om het vertrouwen in het financieel bestel te herstellen. De kans is evenwel groot dat goedbedoelde initiatieven zoals Bazel III voor de banksector en Solvency II voor de verzekeringswereld, het systeemrisico eerder verhogen. Dat komt doordat men zich gedwongen voelt, om onder druk van de publieke opinie, het nemen van risico flink te ontraden. Financiële spelers moeten meer reserves aanhouden, verzekeraars moeten beleggen in minder risicovolle producten, aandelen zijn te risicovol, derivaten gevaarlijk,... Daarmee dreigen we van het ene in het andere uiterste te vallen.

Deze houding vanwege regelgevers en het beleid ten aanzien van het omgaan met risico, dreigt ons zuur op te breken. Het is immers gebleken dat het willen regelen van het

niet regelbare, een vals gevoel van veiligheid geeft. Het waren precies de Bazel II normen die in het verleden risicovol gedrag bij banken hebben aangewakkerd. Vooral de Europese instellingen hebben zich in nesten gewerkt, precies omdat ze het regelgevend kader hebben gevolgd. Nergens werden balansen zo sterk opgeblazen. De berg nieuwe regelgeving die in de stijgers staat, riskeert nieuwe vormen van kuddegedrag in de hand te werken. Een typisch voorbeeld zijn de verzekeringsmaatschappijen die onder druk van de nakende Solvency II regelgeving worden weggedreven van de beurs, in de richting van zogenaamd veiligere obligaties zoals staatspapier. Dat leidt niet alleen tot een scheeftrekking in de relatieve prijsverhouding tussen aandelen en obligaties maar leidt ook tot een massale verschuiving van portefeuilles die de obligatiemarkt opblazen tot de nieuwste bubbel.

We hebben met andere woorden geen nood aan regelgeving die

probeert om elk soort risico uit te sluiten maar aan een werkbaar kader dat vertrekt van de premisse dat ongelukken gebeuren. Dat betekent dat een bank of verzekeringsmaatschappij failliet moeten kunnen gaan, echter op een manier die niet bedreigend is voor het gehele financiële systeem. Anders zullen de veroorzakers van het onheil chantage kunnen plegen. Dikkere individuele stookkussens en reserves werpen geen dam op tegen dat soort wangedrag, integendeel. Waar we op wachten is een transparant en overzichtelijk kader dat een pan-Europees banktoezicht mogelijk maakt. De kilo's regelgeving die men vandaag heeft gecreëerd, zullen hun doel missen. Ook de behandeling van beloningssystemen mag verstandiger. Het heeft weinig zin om verloningsplafonds in te stellen. Beter is om bankiers minstens 5 jaar verantwoordelijk te maken voor de daden die ze stellen. Uitstel van uitkering is een logisch principe van deugdelijk bestuur.

de. In Engeland bieden consumentenbedrijven met veel naamsbekendheid 'mini-bonds' aan hun klanten aan. De obligaties zijn vaak niet verhandelbaar waardoor de Engelse toezichthouder geen prospectus moet goedkeuren. Insiders wijzen er echter op dat ook obligaties van grote publieke uitgiften vaak evenmin worden verhandeld. Omdat beleggers de obligaties vaak aanhouden tot op vervaldag is liquiditeit aldus niet noodzakelijk een breekpunt.<sup>3</sup>

### 3.5.4 Achtergestelde obligaties

Obligaties kunnen een achtergesteld karakter krijgen. Dit wil zeggen dat de obli-

gatiehouder achtergesteld is ten opzichte van andere schuldeisers, bijvoorbeeld ten opzichte van banken. Alzo wordt de obligatie een vorm van mezzaninefinanciering. Het is eigen noch vreemd vermogen in strikte zin maar bevindt zich ergens daartussen. Het feit dat het om een achtergestelde lening gaat, maakt dat het eigen vermogen wordt versterkt. Om dat effect maximaal te bereiken, is het nodig om de kredietovereenkomsten en convenanten zodanig op te stellen dat de mezzanine wordt beschouwd als een versterking van het quasi eigen vermogen. Hiertoe laat men zich best bijstaan door specialisten. Het valt ook te begrijpen dat een emissie vergt dat intekenaars eisen stellen aangaande rapportering en professionalisering.

Ook een private plaatsing kan een achtergesteld karakter hebben. Een recent voorbeeld is Vemedia Pharma waar men concreet 19,2 miljoen euro heeft opgehaald. Het werken met een achtergestelde obligatielening maakte het aldaar mogelijk om een andere duurdere mezzanine lening vervroegd terug te betalen. Deze manier van werken drukte de schuldgraad van het bedrijf en men bespaarde op intrestlasten. Het liet tevens toe om de financieringsstructuur te diversifiëren en de looptijd van de schuldpositie te verlengen. Een bijkomend positief effect is dat de achterstelling ruimte heeft gecreëerd voor toekomstige bankfinanciering. In wezen versterkt een achtergestelde obligatielening het eigen vermogen zonder dat er

<sup>3</sup> Zie ook Delmotte, B. 2012a en 2012b.

sprake is van een verwatering van het aandeelhouderschap.

#### 4. Een blik in de toekomst

Met krimpende balansen en een vloedgolf van risico dempende overheidsreglementering lijkt krediet-schaarste een realiteit te zullen worden. De afbouw van schuldhefboomen in het traditioneel bancaire systeem kan niet zonder gevolgen blijven. De veelbelovende alternatieven zoals in vorige paragraaf besproken, doen niets af aan het feit dat we van mening zijn dat er meer creatieve oplossingen zullen moeten komen. Achter de schermen wordt veel gesproken over nieuwe financieringsvehikels zoals schaduwbanken en obligatiefondsen voor mezzaninefinanciering. Er is inderdaad nood aan nieuwe vehikels die in staat zijn om kapitaal op te halen dat als risicobuffer kan gebruikt worden voor de uitgifte van kredieten aan kmo's. In een structuur met hefboom (zoals in Schema 2) kan de financiering verder aangevuld worden met de uitgifte van obligaties bij het (institutioneel) publiek, eventueel aangevuld met leningen bij banken. Omdat het vehikel een lagere rating zal krijgen dan een gemiddelde kmo zou het voor de banken gemakkelijker zijn om geld uit te lenen aan een

dergelijk vehikel dan het rechtstreeks uit te lenen aan een willekeurige kmo. Een mogelijkheid is dat de overheid mee instapt in het kapitaal en/of de eventuele verliezen op de kredietportefeuille mee indekt. Dat zou de rating van zo'n vehikel nog verder verbeteren waardoor de prijs voor het aantrekken van financiering verlaagt alsook de rente die kmo's moeten betalen aan het vehikel voor een lening. Ook voor bedrijven met caschoverschotten zou een dergelijk vehikel een interessante beleggingsmogelijkheid kunnen bieden.

#### 5. Besluit

In een omgeving waar het bedrag aan uitstaande kredieten alsmaar blijft stijgen, zou men haast vergeten dat de toekomstige bedrijfsfinanciering door banken zwaar onder druk zal komen te staan. Hogere kapitaalvereisten onder Basel III en mogelijks nieuwe opgelegde bedrijfsmodellen zullen banken nopen tot het herbekijken van hun kredietportefeuilles. Ook zullen bij gebrek aan kapitaalbasis, extra injecties vanwege de ECB hun doel missen. Vooral de lange termijn financiering staat een grondige hair-cut te wachten. Ook de projectfinanciering ligt op de slachtbank. Heel wat bedrijven voelen de bui reeds han-

gen en kijken over het muurtje. Er bestaan tal van alternatieven en er komen er steeds nieuwe bij maar daarom zijn ze nog niet voor iedereen beschikbaar.

Financiering bij bevriende groepen en bedrijven lijkt eerder uitzonder dan regel. Toch blijkt dat er heel wat mogelijkheden zijn om tussen leveranciers en klanten onderling, te komen tot een win-win situatie. Klanten- en leverancierskrediet is een verborgen bank met vele kamers. Dat kan werken in twee richtingen. Ook de kapitaalmarkten worden steeds meer een trekpleister voor bedrijven die op zoek zijn naar financiering. Miniobligaties en private plaatsingen liggen steeds meer in het bereik van kleine bedrijven.

We denken dat er meer gewaagde initiatieven nodig zijn om op langere termijn de kapitaalschaarste het hoofd te bieden. Exotische financieringsvehikels staan in de steigers en zullen naar Angelsaksisch model een steeds groter deel van de kredietverlening voor hun rekening nemen.

#### Referenties

AGENTSCHAP ONDERNEMEN, (2012), Overzicht van de risicokapitaalverschaffers in Vlaanderen, Brussel: Agentschap Ondernemen.

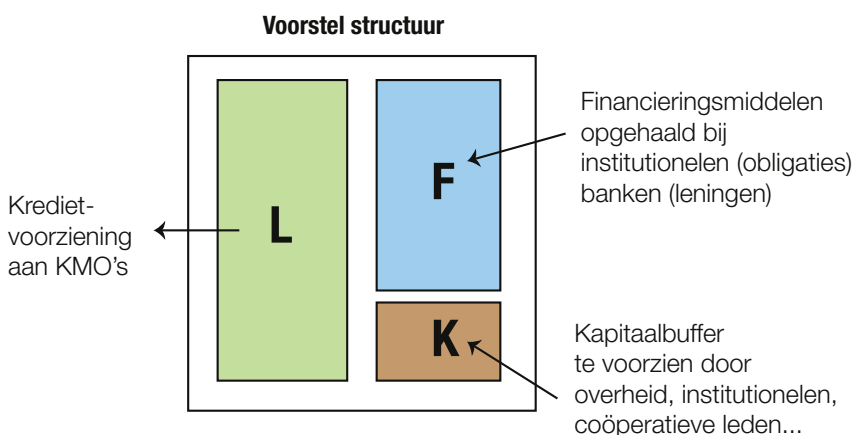
BECUE, P., (2011), Kredietverzekering: Mijn bedrijf goed verzekerd?, Tielt: Lannoo Campus.

DELMOTTE, B., (2012a), Kleine obligaties, *Financial Director's Magazine*, september 2012, p. 19-20.

DELMOTTE, B., (2012b), Alternatieve financieringen, *Financial Director's Magazine*, oktober 2012, p. 21-24.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, (2012), Global Financial Stability Report: The Quest for Lasting Stability, April. Washington: International Monetary Fund.

PATTYN, S., (2012), Bedrijfsobligaties in opmars, *Financial Director's Magazine*, september, p. 14-18.



#### Schema 2:

Een financieringsvehikel met hefboom.

Bron: VKW Adviesraad kmo-financiering