



**Vier kansen om
te investeren in
de kapitaalmarkt
voor het
middenbedrijf**



Het Midden- en Kleinbedrijf (MKB) is van oudsher een belangrijke sector in Nederland met een groot aandeel in de economie en de werkgelegenheid. Door een fiscaal gunstig overheidsbeleid en andere maatregelen is het in Nederland ook relatief eenvoudig om een onderneming te starten. Na een succesvolle start is doorgaans financiering nodig om de onderneming te laten groeien. Er zijn diverse mogelijkheden voor financiering, bijvoorbeeld een lening bij een bank, familie of subsidie, maar ook het aantrekken van kapitaal op de kapitaalmarkt. Op de kapitaalmarkt investeren particuliere of institutionele beleggers rechtstreeks in ondernemingen of indirect via fondsen, bijvoorbeeld in aandelen, of (achtergestelde) obligaties. Het kapitaal dat op deze manier wordt geïnvesteerd, wordt risicokapitaal genoemd.

Al sinds de VOC in de 17^e-eeuw worden ondernemingen gefinancierd via de kapitaalmarkt. De kapitaalmarkt biedt ook in deze tijd nog voordelen voor ondernemingen:



Prestige

Een notering op een openbare marktplaats is goed voor de reputatie en geloofwaardigheid van een onderneming. Een aandelen- of obligatienotering getuigt van ambitie en laat zien dat de onderneming voldoet aan bepaalde kwaliteitsnormen en transparantiedoelstellingen. Dit kan een positief effect hebben op de professionaliteit van een onderneming en de relatie met klanten, toeleveranciers, geldverstrekkers en andere partijen waar de onderneming zaken mee wil doen.



Risicospreiding

Met het aantrekken van kapitaal op de kapitaalmarkt, wordt het risico dat hoort bij de financiering van een onderneming verspreid over meerdere partijen, de aandeel- of obligatiehouders. Dit zorgt voor minder afhankelijkheid van de onderneming van specifieke financiers.



Toegang tot meer kapitaal

Als een onderneming ervoor gekozen heeft om kapitaal op te halen op de kapitaalmarkt, kan relatief eenvoudig additioneel kapitaal worden opgehaald door het uitgeven van nieuwe aandelen of obligaties. Dit maakt het makkelijker om te investeren en te groeien.



Obligatie- en aandelenuitgifte als 'betaalmiddel' bij fusies en overnames

Als een onderneming fuseert of een partij wil overnemen, kan de onderneming aandelen of obligaties uitgeven om deze te gebruiken als 'betaalmiddel' aan het over te nemen bedrijf. Ook dit draagt bij aan de groei van de sector.

Ondanks deze voordelen zien we in de praktijk echter dat het MKB, en dan in het bijzonder het middenbedrijf, nog relatief weinig gebruikmaakt van risicokapitaal als bron van financiering.¹ We hebben berekend dat het Nederlands middenbedrijf op dit moment een vraag naar risicokapitaal heeft van tussen de anderhalf en tweeënhalf miljard euro.² Deze vraag is momenteel niet ingevuld. Het niet kunnen aantrekken van voldoende kapitaal leidt tot een rem op de ontwikkeling en solvabiliteitspositie van middenbedrijven. De huidige solvabiliteitsratio van het middenbedrijf is 38 procent, terwijl in de jaren zestig en zeventig werd gesteld dat een balans minimaal 50 procent eigen vermogen moest bevatten om als gezond te worden beschouwd.^{3,4,5} Ook de Sociaal-Economische Raad (SER) heeft onlangs aangegeven dat het belangrijk is dat middenbedrijven hun balans versterken met risicokapitaal en daarmee hun solvabiliteit verhogen.⁶

Nederland staat niet alleen in deze ontwikkeling. De Europese Unie (EU) vindt de toegang tot risicokapitaal voor het MKB ook belangrijk en stimuleert daarom de toegang tot de kapitaalmarkt met de ontwikkeling van een Europese kapitaalmarktunie.⁷ Hierdoor zal het MKB beter zijn weg kunnen vinden naar de kapitaalmarkt. Dit initiatief is echter onvoldoende om te zorgen dat meer Nederlandse middenbedrijven gebruik gaan maken van de kapitaalmarkt. De vraag is hoe de kapitaalmarkt toegankelijker kan worden gemaakt, met name voor het middenbedrijf.

EY heeft in opdracht van Stichting Capital Amsterdam in 2016 een onderzoek uitgevoerd (zie pagina 18), kijkend naar de belangrijkste spelers op de kapitaalmarkt en recente ontwikkelingen in het buitenland (zie kader). Dit sluit aan bij het advies van de SER om in kaart te brengen wat de grootste knelpunten zijn in kapitaalmarktfinanciering voor het MKB en om daar beleid voor te ontwikkelen. Uit het onderzoek blijkt dat er vier belangrijke kansen zijn om de toegankelijkheid van de kapitaalmarkt te verbeteren voor het middenbedrijf. Deze kansen worden hieronder besproken.

¹ *Onder het middenbedrijf verstaan wij in dit onderzoek bedrijven met 50 tot 250 werknemers en/of een jaaromzet van maximaal 50 miljoen euro met een minimale kapitaalbehoefte van 1 miljoen euro.*

² *The European Capital Markets Study - Estimating the Financing Gaps of SMEs* (Duisenberg School of Finance, 2015). Gecorrigeerd op basis van De Staat van het MKB 2015 (ministerie van Economische Zaken, 2015) voor een hoger aantal middenbedrijven in 2015.

³ *Financieringsmonitor 2015-2* (Panteia, 2015).

⁴ De solvabiliteitsratio geeft de verhouding aan tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen op de balans.

⁵ Jong, A. de & Westerhuis, G. (2015) *Over geld en macht - Financiering en corporate governance van het Nederlandse bedrijfsleven*.

⁶ *Verbreding en versterking financiering MKB* (Sociaal-Economische Raad, 2014).

⁷ Zie: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5731_en.htm

Aanpak onderzoek

In het onderzoek zijn twee methoden gebruikt om antwoord te vinden op de onderzoeksvraag. Enerzijds zijn meer dan 50 interviews gehouden met betrokken partijen zoals middenbedrijven, beleggers, brokers, banken, brancheorganisaties, adviseurs, accountants, de overheid, marktplaatsen en toezichthouders. Met alle deelnemers is overeengekomen dat gepresenteerde informatie in het rapport niet herleidbaar is tot een individueel geïnterviewde persoon of partij. Anderzijds is er gebruikgemaakt van bureauonderzoek. Een voorbeeld hiervan is een inventarisatie van de overheidsregelingen die worden gebruikt om financiering aan het middenbedrijf te stimuleren en recente ontwikkelingen in het buitenland. Alle bevindingen zijn getoetst door een vertegenwoordiging van het middenbedrijf, beleggers, banken, accountants, de overheid, toezichthouders en marktplaatsen.

“ Het Nederlands middenbedrijf heeft op dit moment een vraag naar risicokapitaal van tussen de **anderhalf en tweeënhalf miljard euro**. ”



Kans 1: Stimuleren van doorverwijzing

De eerste belangrijke kans om de toegankelijkheid van de kapitaalmarkt te verbeteren, is het stimuleren van doorverwijzing. In een goed werkende kapitaalmarkt weten middenbedrijven gemakkelijk hun weg te vinden naar de kapitaalmarkt. Hierin is een belangrijke rol weggelegd voor adviseurs, zoals accountants, accountmanagers van banken en andere financieel adviseurs, die ondernemers adviseren over de financieringsmogelijkheden die zij hebben. We zien echter in de praktijk dat het middenbedrijf en de kapitaalmarkt elkaar onvoldoende vinden, enerzijds door een beperkte doorverwijzing vanuit adviseurs en anderzijds door gebrek aan inzicht in de mogelijkheden bij het middenbedrijf zelf. Aan beide zijden is verbetering mogelijk.

Adviseurs verwijzen het middenbedrijf vaker door naar de kapitaalmarkt

Accountants en accountmanagers van banken hebben een belangrijke rol in het adviseren van het middenbedrijf over financieringsmogelijkheden en daarmee in het doorverwijzen naar de kapitaalmarkt, omdat zij doorgaans de belangrijkste adviseurs van het middenbedrijf zijn. In de praktijk blijkt echter dat deze adviseurs nog onvoldoende doorverwijzen naar de kapitaalmarkt.

Ten eerste verwijzen accountants ondernemers voor financiering nog vaak 'automatisch' door naar een bank, terwijl dit niet altijd de meest passende vorm is. Een belangrijke reden hiervoor is dat de kennis van kapitaalmarktfinanciering en andere alternatieve financieringsvormen onvoldoende is. Momenteel is er nog weinig aanbod van educatie over dit onderwerp en worden accountants beperkt gefaciliteerd om kennis van kapitaalmarktfinanciering op te doen.

Ten tweede wijzen accountmanagers van banken ondernemers nog weinig op de oplossingen die de kapitaalmarkt kan bieden als een bank de financieringsvraag niet (volledig) kan invullen. Dit komt enerzijds, net als bij de accountants, door een gebrek aan kennis over alternatieve financieringsvormen en anderzijds door onduidelijkheid over de invulling van de zorgplicht en streng toezicht daarop. Banken zijn onderworpen aan een uitgebreide civiele zorgplicht, en de invulling hiervan schept onduidelijkheid, omdat de wetgever stelt dat 'de zorgplicht kan variëren naar gelang de omstandigheden van het geval'.⁸ Daarnaast ervaren banken dat civiele rechters strenger zijn dan het toezichtrecht minimaal voorschrijft. Dit creëert een rem op de doorverwijzing naar de kapitaalmarkt.

We zien drie mogelijkheden om ervoor te zorgen dat adviseurs ondernemers meer doorverwijzen naar de kapitaalmarkt. De eerste mogelijkheid betreft de banken en hun accountmanagers waarbij de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) het voortouw kan nemen. Het is sterk aan te bevelen dat accountmanagers hun kennis vergroten over alternatieve financieringsvormen, in het bijzonder de kapitaalmarkt. Dit kan bijvoorbeeld door training en onderwijs te verplichten. Daarnaast kunnen banken net zoals in het Verenigd Koninkrijk wettelijk verplicht worden (zie kader) door het Ministerie van Financiën om het MKB door te sturen naar alternatieve financiers, waardoor dit een standaard onderdeel wordt in het kredietverleningsproces.

Ten tweede is er een rol weggelegd voor de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en het ministerie van Financiën om gezamenlijk duidelijkheid te verschaffen over de invulling van de zorgplicht voor banken. Dit betreft met name duidelijkheid over de rechten, plichten en aansprakelijkheden van banken bij het doorverwijzen van klanten. Uit omliggende landen (zie kaders) blijkt dat banken die geen belemmering ervaren van de zorgplicht meer doorverwijzen naar alternatieve financieringsvormen.

De derde mogelijkheid betreft de accountants van de middenbedrijven. Zij zijn erbij gebaat om, net zoals accountmanagers van banken, hun kennis omtrent alternatieve financiering te vergroten. De Koninklijke Nederlandse Beroepsvereniging van Accountants (NBA) erkent de behoefte aan meer kennis en gaat een leergang voor financiering opzetten om dit te faciliteren. Bij de invulling van de leergang moet aandacht worden besteed aan de oplossingen op de kapitaalmarkt, zodat accountants in staat worden gesteld om te herkennen wanneer de kapitaalmarkt een goede oplossing is voor het middenbedrijf. Samenstellende accountants, die geen controleverklaring afgeven, kunnen deze kennis toepassen door financieringsadvies te integreren in het jaarlijkse proces van jaarrekeningen samenstellen.⁹

⁸ *Wijzigingswet financiële markten 2014* (Ministerie van Financiën, 2014).

⁹ De Verordening inzake de onafhankelijkheid van accountants bij assurance-opdrachten (ViO) stelt dat accountants, die een controleverklaring afgeven, dit onafhankelijk dienen te doen.



Voorbeeld: Verenigd Koninkrijk

Net zoals in Nederland zijn banken in het Verenigd Koninkrijk (VK) een belangrijke adviseur voor het MKB. Uit onderzoek blijkt dat het MKB in het VK doorgaans alleen hun eigen bank benadert voor financiering, en niet de andere grote banken.¹⁰ In ongeveer 50% van de gevallen wordt de financieringsaanvraag afgewezen, omdat de aanvraag niet aansluit bij het risicoprofiel van de bank. Er zijn alternatieve financiers die aan deze financieringsvraag kunnen voldoen, maar financiers en het MKB vinden elkaar niet.

Om dit vraagstuk op te lossen heeft de Britse overheid wettelijk verplicht dat banken het MKB moeten doorsturen naar platformen waar het MKB en financiers elkaar kunnen ontmoeten. De ondernemer bepaalt of hij doorverwezen wil worden en aan welke financiers informatie wordt verstrekt. Door de duidelijke kaders binnen de Britse zorgplicht worden Britse banken niet belemmerd om het MKB door te verwijzen.



Voorbeeld: België

Belgische banken zijn ook vaak een vertrouwde partner van het MKB. Zij spelen daarom een centrale rol bij het vinden van alternatieve financiering als zij zelf de financiering niet (volledig) kunnen invullen. De zorgplicht voor financiële instellingen is net als in Nederland een wettelijk vastgelegde open norm, maar dit wordt niet als een belemmering ervaren. Belgische banken en toezichthouder zijn op dit terrein pragmatischer dan in Nederland. Belgische banken doen al het mogelijke om klanten goed te adviseren en de toezichthouder geeft ze daarvoor genoeg ruimte.

“ Investeren in de doorverwijzing van middenbedrijven naar de kapitaalmarkt, zal leiden tot een **grotere vraag naar risicokapitaal** en een **frequentere invulling daarvan.** ”

¹⁰ Zie: <https://www.gov.uk/government/consultations/sme-finance-help-to-match-smes-rejected-for-finance-with-alternative-lenders>

Ondernemers investeren in hun financiële kennis

Naast adviseurs hebben ondernemers zelf ook een verantwoordelijkheid als het gaat om de toegankelijkheid van de kapitaalmarkt. Het opstarten en laten groeien van een onderneming, inclusief het vinden van kapitaal vereist financiële kennis van ondernemers. Hier valt in de praktijk nog verbetering te realiseren. We zien nog vaak dat ondernemers onvoldoende kennis hebben van de oplossingen die de kapitaalmarkt kan bieden en dat ze daarnaast onvoldoende financieel geletterd zijn om te bepalen wat de juiste financiering is voor welke situatie. Er zijn passende oplossingen, maar het middenbedrijf vindt de producten vaak ingewikkeld.

De SER merkt in dit licht op dat ondernemers toegang moeten hebben tot vormen van 'levenlang-leren' om het kennisniveau op peil te houden.¹¹ Het belang van financieel onderwijs en financiële geletterdheid wordt ook benadrukt door de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO), maar het ontbreekt in Nederland bijvoorbeeld nog aan een laagdrempelig platform dat ondernemers eenvoudig toegang kan geven tot studiemogelijkheden en informatie over financiële zaken.

Wij zien twee mogelijkheden waardoor ondernemers meer kunnen investeren in hun financiële kennis. Het ministerie van Financiën kan ten eerste bijdragen aan de financiële geletterdheid van ondernemers door de focus van het initiatief 'Wijzer in geldzaken' uit te breiden naar MKB-ondernemers. 'Wijzer in geldzaken' is een platform waarop verantwoord financieel gedrag in Nederland wordt bevorderd. Dit initiatief richt zich op het management van geld, financiële planning en bewustwording ten aanzien van financiële producten. Het initiatief wordt internationaal gezien als een goed voorbeeld, maar het is momenteel alleen gericht op natuurlijke personen en zzp'ers.

De tweede mogelijkheid betreft de verschillende marktplaatsen en het ministerie van Economische Zaken. Een belangrijke stap is dat marktplaatsen, zoals Euronext, NPEX en Nx'change, gezamenlijk een verdiepende website opzetten als aanvulling op de Nationale Financieringswijzer. De Financieringswijzer is bedoeld om ondernemers wegwijs te maken in het financieringslandschap. Op een verdiepende website kan meer informatie worden gegeven aan het middenbedrijf over de kapitaalmarkt. Er zijn al verdiepende websites opgezet door banken, participatiemaatschappijen en de overheid met meer informatie over financieringsvormen die zij aanbieden.¹² Het verdient aanbeveling dat zo'n centraal informatiepunt wordt vormgegeven door de marktplaatsen en dat de implementatie gestimuleerd wordt door het ministerie van Economische Zaken.

Meer financiering en meer dienstverlening

Investeren in de doorverwijzing van middenbedrijven naar de kapitaalmarkt, zowel aan de kant van adviseurs als aan de kant van ondernemers, zal leiden tot een grotere vraag naar risicokapitaal en een frequentere invulling daarvan. Dit zorgt ervoor dat ondernemers de financiering krijgen die nodig is om hun bedrijf te laten groeien. Het ophalen van risicokapitaal versterkt ook de balans van een onderneming. Door de verbeterde solvabiliteitspositie ontstaat er voor banken meer ruimte om krediet te verlenen aan het middenbedrijf. Daarnaast biedt het banken en accountants de kans om met additionele dienstverlening nog meer een regisseursrol te vervullen in de zoektocht van het middenbedrijf naar passende financiering. Adviseurs kunnen bijvoorbeeld tegen een vast tarief standaard documentatie aanbieden, zoals een due diligence rapport, waarmee klanten toegang kunnen aanvragen tot risicokapitaal. Ook kunnen proposities worden aangeboden omtrent financieringsadvies, waarmee klanten eenvoudig inzicht kunnen krijgen welke financieringsvorm bij een bepaalde financieringsvraag past.

¹¹ *Verbreding en versterking financiering MKB* (Sociaal-Economische Raad, 2014).

¹² Zie bijvoorbeeld: www.forwardfinanciering.nl (banken) en www.nvp.nl (participatiemaatschappijen)



Kans 2: Introduceren van fiscale stimuleringsmaatregelen

De tweede belangrijke kans om de toegankelijkheid van de kapitaalmarkt te verhogen, is het verbeteren van de fiscale behandeling van particuliere beleggers. Het hebben van voldoende aanbod van kapitaal is essentieel om aan de vraag van kapitaal te kunnen voldoen. De overheid kan een bijdrage leveren aan het vergroten van het aanbod van risicokapitaal en obligaties door regelingen aan te bieden die dit stimuleren. Op dit moment zijn er geen fiscale stimuleringsmaatregelen voor particuliere beleggers die het aanbieden van risicokapitaal en obligaties aantrekkelijk maken. Wij zien mogelijkheden in de fiscale box 3 en 1 van de inkomstenbelasting voor particuliere beleggers.

Het ministerie van Economische Zaken stimuleert het aanbod van risicokapitaal en obligaties door fiscale regelingen

Het ministerie van Economische Zaken kan het aanbod van risicokapitaal en obligaties stimuleren door regelingen beschikbaar te stellen die dit bevorderen. In het verleden is het inzetten van fiscale regelingen om specifieke financieringsvormen te stimuleren vaker een succes gebleken. De fiscale bevoordeling van vreemd vermogen heeft bijvoorbeeld eind jaren zestig geleid tot een sterke toename van de rol van banken.¹³ Voor particuliere beleggers zijn echter nog geen stimuleringsmaatregelen beschikbaar die het beleggen in het MKB aanjagen.

In Nederland worden particuliere beleggers niet door de overheid gestimuleerd om kapitaal ter beschikking te stellen aan het MKB, zoals dat wel voor institutionele financiers en beleggers gebeurt. Regelingen zoals het Dutch Venture Initiative (DVI), Groeifaciliteit en de Garantie Ondernemings-financiering (GO), zijn beschikbaar om het risico dat hoort bij MKB-investeringen te verkleinen. Deze regelingen zijn echter alleen beschikbaar voor institutionele financiers en beleggers zoals banken, investeringsfondsen en participatiemaatschappijen, terwijl het doorgaans particuliere beleggers zijn die een emotionele binding hebben met het MKB en daarom bereid zijn om te investeren.

Wij zien twee mogelijkheden waardoor het beleggen in het MKB door particuliere beleggers kan worden gestimuleerd. Beide mogelijkheden vallen onder het werkterrein van het ministerie van Economische Zaken. De vijftig miljoen euro die volgens de Miljoenennota 2016 beschikbaar is gesteld om het MKB en start-ups te stimuleren, kan hiervoor gebruikt worden.

De eerste mogelijkheid betreft het introduceren van een vermogensbelastingvrijstelling in box 3 van de inkomstenbelasting. Dit levert een belastingkorting op van 1,2% per jaar op het geïnvesteerde kapitaal. Uit omringende landen zoals België en Frankrijk (zie kaders) blijkt dat een belastingvrijstelling een positief effect heeft op de investeringen die worden gedaan door particulieren.

Voorbeeld 1: België

België kent de Winwinlening. Dit is een achtergestelde lening bestemd voor MKB-bedrijven in Vlaanderen. Particuliere investeerders kunnen tot investeringen van 50.000 euro een belastingkorting van 2,5% per jaar ontvangen.¹⁴ Dit heeft sinds de instelling van de regeling geleid tot zo'n 250 miljoen euro aan additionele investeringen.¹⁵

Voorbeeld 2: Frankrijk

In Frankrijk kunnen particuliere beleggers tot 150.000 euro aan beleggingen fiscaal aantrekkelijk investeren in geselecteerde Europese MKB-bedrijven. Dit heeft sinds de oprichting van de regeling (PEA-PME) al geleid tot zo'n 700 miljoen euro aan additionele investeringen.¹⁶

¹³ Jong, A. de & Westerhuis, G. (2015) *Over geld en macht - Financiering en corporate governance van het Nederlandse bedrijfsleven*.

¹⁴ Zie: <http://www.vlaanderen.be/nl/ondernemen/kapitaal-en-krediet/voordelige-lening-voor-ondernemingen-winwinlening>

¹⁵ Zie: <http://www.pmv.eu/nl/nieuws/geconsolideerd-nettoresultaat-pmv-groep-177-mln-euro> & *Schriftelijke vraag Winwinlening - Stand van zaken* (Vlaams Parlement, 2015).

¹⁶ Zie: <https://www.enternext.biz/enternext/services-for-issuers/pea-pme>

Een tweede manier om het beleggen in het MKB te stimuleren is door eventuele verliezen op investeringen aftrekbaar te maken van de inkomstenbelasting in box 1. Dit verkleint het risico voor een particuliere belegger. Uit het VK blijkt dat een dergelijke regeling al wordt toegepast voor risicovollere ondernemingen (zie kader).



Voorbeeld 3: Verenigd Koninkrijk (VK)

Het VK kent een fiscale regeling 'Enterprise Investment Scheme (EIS)' die het aantrekkelijk maakt om in kleinere ondernemingen met een hoger risico te beleggen. Eén van de voordelen in de EIS-regeling is het 'Share Loss Relief'-principe wat inhoudt dat verliezen op aandelen mogen worden verrekend in het inkomen van een natuurlijk persoon. Een verlies wordt als aftrekpost gezien van het belastbare vermogen voor de inkomstenbelasting.¹⁷

Middenbedrijven krijgen meer toegang tot het kapitaal van particuliere beleggers

Een verbeterde fiscale behandeling in box 3 en box 1 zal de groep van één miljoen particuliere beleggers met een belegbaar vermogen van 110 miljard euro stimuleren om meer kapitaal beschikbaar te stellen aan het MKB.¹⁸ Hierdoor wordt de kapitaalmarkt interessanter voor particuliere beleggers en toegankelijker voor het middenbedrijf. Het biedt het ministerie van Economische Zaken tevens de kans om een verdere invulling geven aan het Aanvullend Actieplan MKB-Financiering. In dit actieplan is onder andere de doelstelling uitgesproken om het aanbod van risicodragend vermogen voor het MKB te versterken. Fiscale stimulering via box 3, met een budget van vijftig miljoen euro, kan leiden tot een verhoging van de investeringen in het MKB met ruim vier miljard euro.¹⁹ Hiermee zal voldoende kapitaal beschikbaar komen om de gevraagde anderhalf tot tweeënhalve miljard euro voor het middenbedrijf in te vullen.

¹⁷ Zie: <https://www.gov.uk/government/publications/the-enterprise-investment-scheme-introduction>

¹⁸ Zie *Retail Investor* (Millward Brown, 2015) en *Vermogenscomponenten van Nederlandse huishoudens* (De Nederlandsche Bank, 2015).

¹⁹ Uitgaande van een effectief belastingtarief van 1,2% in box 3 en een overheidsinvestering van vijftig miljoen euro.

“ Fiscale stimulering via box 3, met een budget van vijftig miljoen euro, kan leiden tot een verhoging van de investeringen in het MKB met ruim vier miljard euro. ”



Kans 3: Introduceren van een genoteerd MKB-investeringsfonds

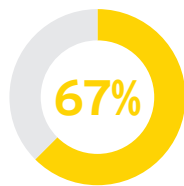
Een derde kans om de toegankelijkheid van de kapitaalmarkt te verbeteren is het introduceren van een genoteerd MKB-investeringsfonds. Zo'n investeringsfonds kan een aantal drempels wegnemen en kan zo een brug vormen tussen alle betrokken partijen.

Een genoteerd MKB-investeringsfonds neemt drempels weg

Hoewel het investeren in het middenbedrijf via de kapitaalmarkt grote voordelen biedt, kent het ook een aantal drempels voor de verschillende betrokken partijen.

Voor de ondernemers in het middenbedrijf kan het aantrekken van financiering via de kapitaalmarkt minder aantrekkelijk zijn, omdat zij hierdoor een deel van de zeggenschap over de onderneming

afgeven aan aandeelhouders. Dit kan leiden tot een gevoel van verminderde controle over de koers van de onderneming. Vooral als de aandeelhouder weinig marktexpertise inbrengt, kan dat als een belemmering worden gezien.

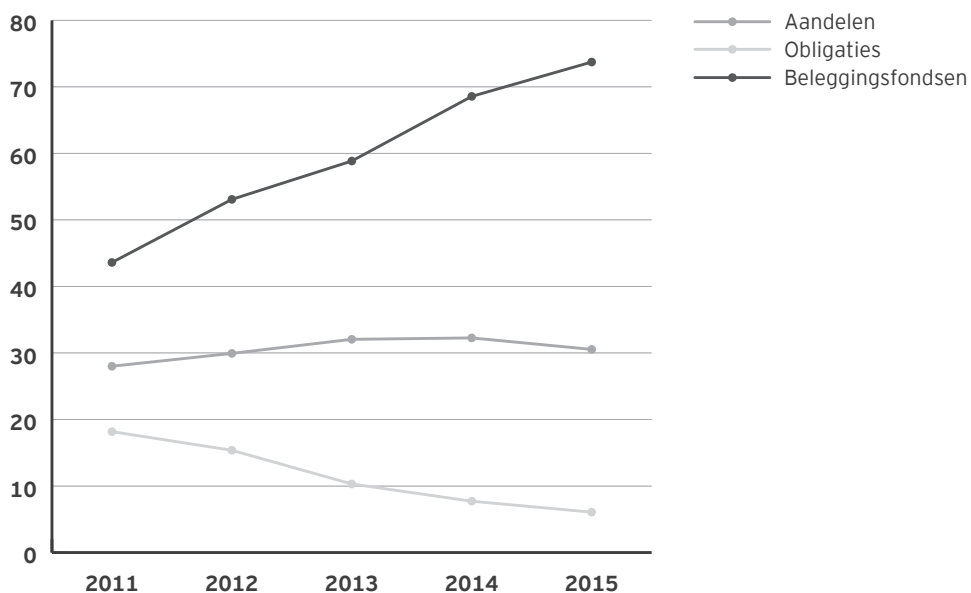


67% van het belegde particuliere vermogen bevindt zich in fondsen

Voor particuliere beleggers kan investeren in individueel genoteerde middenbedrijven minder aantrekkelijk zijn, omdat hiermee het risico te weinig wordt gespreid. Actieve beleggers spreiden daarom steeds meer zelf de risico's door in individuele ondernemingen te beleggen. Daarnaast beleggen particulieren graag en steeds vaker in fondsen. In 2015 werd bijvoorbeeld 67% van het belegde particuliere vermogen in fondsen belegd (zie Figuur 1). Voor het middenbedrijf zijn er in Nederland echter nog nauwelijks genoteerde fondsen beschikbaar om aan de groeiende vraag van beleggers te voldoen.

Institutionele beleggers kunnen bij het investeren in het middenbedrijf een drempel ervaren, omdat zij gevraagd worden individuele bedrijfsplannen te beoordelen. Hier zijn zij niet op ingericht of ze hebben er niet het mandaat voor. Investeringen via beleggingsfondsen zijn wel mogelijk, zoals bijvoorbeeld het Achtergestelde Leningen Fonds (ALF), maar hierbij zijn minder exit-mogelijkheden. Dit maakt zo'n fonds beduidend minder aantrekkelijk.²⁰

Figuur 1 - Beleggingen Nederlandse huishoudens (x € 1 miljard)



Bron: Vermogenscomponenten van Nederlandse huishoudens (De Nederlandsche Bank, 2015).

²⁰ Zie: *MKB in Beeld* (MKB in Beeld, 2014) en *Kapitale kansen* (Adviesraad voor het Wetenschaps- en Technologiebeleid, 2011).

Wij zien een unieke mogelijkheid om de kapitaalmarkt in één keer aantrekkelijker te maken voor een brede groep ondernemers uit het middenbedrijf en particuliere en institutionele beleggers, namelijk het instellen van een genoteerd MKB-investeringsfonds. Zo'n fonds kan de hierboven beschreven drempels wegnemen en slaat een brug tussen de verschillende partijen (zie Figuur 2). Hierbij is het zaak om eerst op zoek te gaan naar een marktpartij die dit kan introduceren en implementeren.

Uit omliggende landen als België en VK (zie kaders) is al gebleken dat een genoteerd MKB-investeringsfonds een aantrekkelijk product kan zijn. Het fonds zal voldoende omvang moeten hebben om in ieder geval een (groot) deel van de volledige vraag van het middenbedrijf naar risicokapitaal, namelijk anderhalf tot tweeënhalf miljard euro, in te vullen. Dit biedt bovendien een geschikt product voor (een deel van) de vier miljard euro die beschikbaar kan komen als gevolg van een verbeterde fiscale behandeling van particuliere beleggers.



Voorbeeld: België

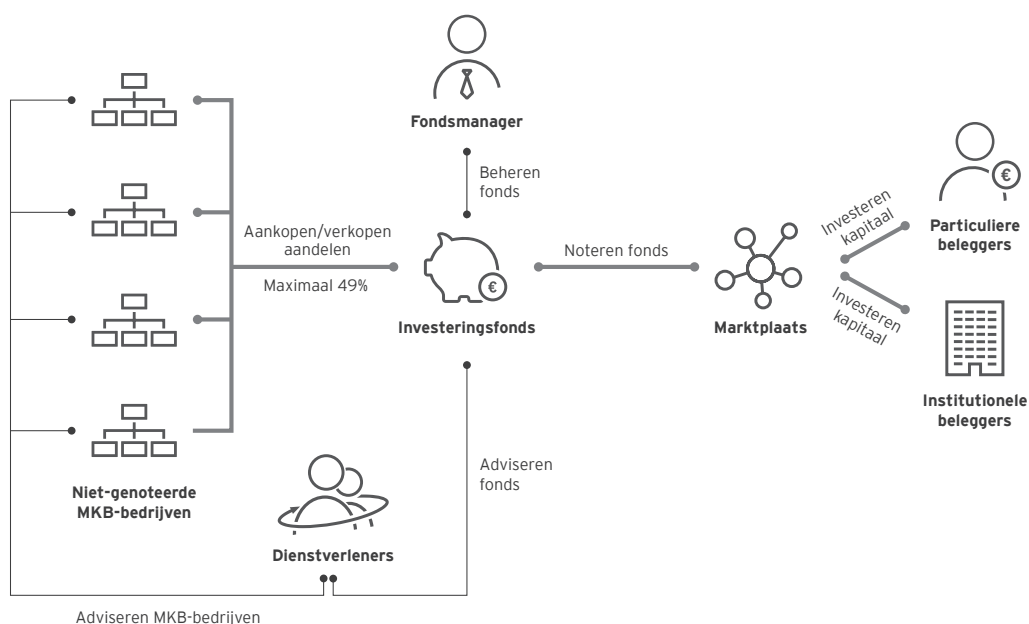
Een Belgisch voorbeeld van een genoteerd investeringsfonds is Gimv. Het fonds is genoteerd aan Euronext Brussel en heeft een diverse portefeuille met ruim 50 (niet-) genoteerde bedrijven. Gimv heeft zowel meerderheids- als minderheidsbelangen in bedrijven, maar is qua structuur een voorbeeld van het hier omgeschreven investeringsfonds. De inbreng van marktexpertise en kennis is een belangrijk element van de investeringsstrategie.



Voorbeeld: Verenigd Koninkrijk (VK)

Een voorbeeld uit het VK is Braveheart Investment Group. Dit investeringsfonds is genoteerd aan de Alternative Investment Market van de London Stock Exchange. Het fonds investeert kapitaal van zowel particulieren als institutionele beleggers in ruim 20 niet-genoteerde MKB-bedrijven in verschillende sectoren. Belangrijk in dit fonds is de inbreng van marktexpertise om daarmee de onderneming te helpen in de groei en ontwikkeling. Ook heeft het fonds tot zes emissies op de London Stock Exchange en twee directe verkopen geleid, wat aantrekkelijk is geweest voor betrokken banken en adviseurs.

Figuur 2 - Voorgestelde werking MKB-investeringsfonds



Bron: EY-analyse en Vereniging van Effectenbezitters (2016)

Middenbedrijven, beleggers en dienstverleners worden actiever op de kapitaalmarkt

Een genoteerd investeringsfonds heeft de potentie om als aanvulling op bestaande producten een brug te slaan tussen middenbedrijf en beleggers. Hierdoor wordt zowel de vraag naar als het aanbod van kapitaal verbeterd. Het biedt de volgende specifieke voordelen:

- **De ondernemer behoudt de zeggenschap, maar met gebruik van expertise:** door de inbreng van het fonds te beperken tot maximaal 49% van de aandelen, kan de ondernemer gebruikmaken van de marktexpertise van het fonds, maar met behoud van de zeggenschap over de onderneming. Tegelijkertijd houdt dit wel in dat er geen zichtbare openbare notering is wat betekent dat dit geen bijdrage levert aan de reputatie en geloofwaardigheid van een onderneming.

- **Particuliere beleggers investeren in een fonds in plaats van in individuele bedrijven en spreiden zo hun risico:** een fonds sluit aan bij de groeiende populariteit van fondsen onder particuliere beleggers om gespreid te beleggen.
- **Institutionele beleggers kunnen investeren in een aantrekkelijk fonds met schaalgrootte en tussentijdse exit mogelijkheden:** door individuele investeringen te bundelen in een fonds, ontstaat er schaalgrootte. Daarnaast biedt een notering verhandelbaarheid en een tussentijdse exit-mogelijkheid, wat minder het geval is op een niet-genoteerde variant.
- **Dienstverlenende partijen, zoals advocaten, zakenbankiers en accountants, die nu nog nauwelijks bezig zijn met het ondersteunen van de notering van middenbedrijven komen meer in beeld:** met het fonds zullen meer middenbedrijven de weg vinden naar de kapitaalmarkt, waardoor ook de dienstverlenende partijen die een rol spelen bij het faciliteren van een notering, vaker een bijdrage zullen kunnen leveren.



Kans 4: Samenwerken met FinTech-bedrijven

De vierde en laatste kans om de toegankelijkheid van de kapitaalmarkt te verbeteren voor het middenbedrijf is het samenwerken met FinTech-bedrijven. Ondanks dat de kapitaalmarkt van oudsher een sterke oplossing is om bedrijven te voorzien van financiering, blijkt in de praktijk dat middenbedrijven het dikwijls ook een tijdrovende en dure oplossing vinden. Er zijn echter verbeteringen mogelijk door samen te werken met FinTech-bedrijven. De kapitaalmarkt heeft van oudsher een pioniersrol gehad op het gebied van techniek en IT waardoor de voorgestelde samenwerking met FinTech-bedrijven aansluit bij een lange traditie.

FinTech-bedrijven maken kapitaalmarktfinanciering sneller en goedkoper

Huidige marktplaatsen worden niet altijd als een aantrekkelijke optie ervaren, terwijl het wel kansrijke oplossingen kan bieden. Er wordt slechts beperkt gebruikgemaakt van de kapitaalmarkt als bron voor financiering, omdat ondernemers het een tijdrovende en dure oplossing vinden.

Ten eerste kost het relatief veel tijd om een bedrijf te financieren via de kapitaalmarkt. Het duurt bijvoorbeeld doorgaans enkele maanden om aan de vereisten om toe te treden tot een marktplaats te voldoen. De belangrijkste toelatingsvereiste is het opstellen van een prospectus of een due diligence rapport. Hoewel de omvang van vereisten verschilt tussen marktplaatsen, ervaren ondernemers dit verschil niet.

Ten tweede vinden ondernemers kapitaalmarktfinanciering vaak een dure manier van financieren. Het middenbedrijf heeft niet altijd voldoende expertise in huis om aan de noteringsvereisten te voldoen. Accountants, advocaten en zakenbankiers moeten daarom worden ingehuurd voor advies en het opstellen van een prospectus of due diligence rapport. De kosten die hiermee gemoeid zijn, worden door ondernemers vaak als aanzienlijk ervaren.

Er zijn met de technologische ontwikkelingen van deze tijd een aantal mogelijkheden om een notering aan een marktplaats goedkoper te maken en om de doorlooptijd van een notering te verkorten. Hierbij is een belangrijke rol weggelegd voor marktplaatsen, FinTech-bedrijven en toezichthouders.

Marktplaatsen kunnen samenwerken met FinTech-bedrijven door bijvoorbeeld innovatieve kredietrisicobeoordelingsmodellen te ontwikkelen, als onderdeel van een prospectus of due diligence

rapport. Innovatieve modellen kunnen ten eerste resulteren in een kortere doorlooptijd en lagere kosten, doordat de modellen datagedreven zijn en daardoor minder handmatige inspanning vereisen. Ten tweede kunnen de kosten verlaagd worden door gebruik te maken van niet-traditionele datapunten, zoals het LinkedIn-profiel van een ondernemer, of door het klantsentiment te meten door te monitoren wat klanten zeggen op sociale media. Hierdoor ontstaat een vollediger beeld van de onderneming, waardoor het risico sneller gecalculeerd en beter geprijsd kan worden. Hierbij verdient het aanbeveling om toezichthouders te betrekken om duidelijkheid te verschaffen over de eisen en randvoorwaarden voor deze samenwerking. Een bestaande werkgroep met onder andere Euronext die momenteel de mogelijkheden van Blockchaintechnologie onderzoekt, kan bijvoorbeeld als platform dienen voor FinTech-bedrijven, marktplaatsen en toezichthouders. Blockchain is een decentrale en openbare database waarin transacties worden bijgehouden zonder tussenkomst van een bank. Hierdoor wordt het mogelijk om te handelen in niet-genoteerde aandelen waardoor het makkelijker wordt voor het MKB om zichzelf te financieren via de kapitaalmarkt.

Kapitaalmarktfinanciering wordt aantrekkelijker voor middenbedrijven

Het efficiënter maken van het verkrijgen van een notering voor middenbedrijven, bijvoorbeeld door te investeren in innovatieve kredietrisicobeoordelingsmodellen, zal leiden tot een verbeterde toegang tot de kapitaalmarkt voor het middenbedrijf. Daarnaast zal een intensivering van de samenwerking met FinTech-bedrijven kunnen leiden tot innovatieve ontwikkelingen op andere terreinen die kapitaalmarktfinanciering nog goedkoper kunnen maken en de doorlooptijd verder kunnen verkorten.

Verschillende partijen hebben een rol om de kansen tot een succes te maken

Een eenvoudige oplossing om de toegankelijkheid van de kapitaalmarkt voor het middenbedrijf te verbeteren is er niet, maar wij hebben vier belangrijke kansen, inclusief negen concrete mogelijkheden benoemd:

Kans 1: Stimuleren van doorverwijzing

Mogelijkheid 1: Accountmanagers van banken vergroten hun kennis over alternatieve financieringsvormen wat wordt gestimuleerd door de NVB en banken worden wettelijk verplicht door te verwijzen door het ministerie van Financiën

Mogelijkheid 2: De AFM en het ministerie van Financiën verschaffen duidelijkheid over de invulling van de zorgplicht voor banken

Mogelijkheid 3: De NBA besteedt bij de invulling van de leergang Financiering aandacht aan de kapitaalmarkt en accountants die geen controleverklaring afgeven integreren financieringsadvies in het jaarlijkse proces van het samenstellen van jaarrekeningen

Mogelijkheid 4: Het ministerie van Financiën breidt de focus van het initiatief 'Wijzer in geldzaken' uit naar MKB-ondernemers om de financiële geletterdheid te vergroten

Mogelijkheid 5: Marktplaatsen zetten een verdiepende website op als aanvulling op de Nationale Financieringswijzer en de implementatie wordt gestimuleerd door het ministerie van Economische Zaken

Kans 2: Introduceren van fiscale stimuleringsmaatregelen

Mogelijkheid 6: Het ministerie van Economische Zaken introduceert een vermogensbelastingvrijstelling in box 3 van de inkomstenbelasting

Mogelijkheid 7: Het ministerie van Economische Zaken maakt eventuele verliezen op investeringen aftrekbaar van de inkomstenbelasting in box 1

Kans 3: Introduceren van een genoteerd MKB-investeringsfonds

Mogelijkheid 8: Een marktpartij introduceert en implementeert een genoteerd MKB-investeringsfonds

Kans 4: Samenwerken met FinTech-bedrijven

Mogelijkheid 9: Marktplaatsen werken samen met FinTech-bedrijven door innovatieve kredietrisicobeoordelingsmodellen te ontwikkelen waarbij toezichhouders duidelijkheid verschaffen over de eisen en randvoorwaarden voor deze samenwerking

Verschillende partijen zullen een deel van de verantwoordelijkheid op zich moeten nemen om het potentieel dat in de kansen besloten ligt, tot een succes te maken. Bij een aantal kansen zijn meerdere partijen betrokken. In die gevallen is samenwerking noodzakelijk en zullen bestaande zienswijzen en modellen moeten worden verenigd. Het is belangrijk om zoveel mogelijk aan te sluiten bij bestaande initiatieven die er al op gericht zijn om de toegang tot de kapitaalmarkt te verbeteren. Dit zal bijdragen aan het middenbedrijf als een stabiele en groeiende factor in de Nederlandse economie.

Contactpersonen

Voor vragen over het onderzoek kunt u contact opnemen met de onderstaande personen:



Robert-Jan Hagens

Partner, EY Financial Services Advisory

- ▶ +31 6 2125 2242
- ▶ robert-jan.hagens@nl.ey.com



Jeroen van der Kroft

Director, EY Financial Services Advisory

- ▶ +31 6 2125 1175
- ▶ jeroen.van.der.kroft@nl.ey.com



Sean du Preez

Senior Advisor, EY Financial Services Advisory

- ▶ +31 6 2908 4847
- ▶ sean.du.preez@nl.ey.com



Martijn Gerritsen

Advisor, EY Financial Services Advisory

- ▶ +31 6 5544 2476
- ▶ martijn.gerritsen@nl.ey.com



EY heeft dit onderzoek verricht in opdracht van Stichting Capital Amsterdam

Stichting Capital Amsterdam is een onafhankelijke stichting met als kerndoel om het maatschappelijke en economische belang van een goed functionerende openbare kapitaalmarkt in Nederland - de bakermat van de beurshandel - uit te dragen en te stimuleren. De Stichting doet dat onder meer door het bevorderen van educatie en onderzoek.

Voor nadere informatie:

www.capitalamsterdam.com

info@capitalamsterdam.com

EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

Over EY

EY is wereldwijd toonaangevend op de gebieden assurance, tax, transaction en advisory services. Met de inzichten en de hoogwaardige diensten die wij bieden, dragen wij bij aan het versterken van het vertrouwen in de kapitaalmarkten en economieën overal ter wereld. Wij brengen toonaangevende leiders voort, die door samen te werken onze beloften aan al onze stakeholders waarmaken. Daarmee spelen wij een cruciale rol bij het creëren van een beter functionerende wereld voor onze mensen, onze cliënten en de maatschappij.

De aanduiding 'EY' verwijst naar de wereldwijde organisatie en mogelijk naar een of meer lidfirma's van Ernst & Young Global Limited ('EYG'), die elk een afzonderlijke rechtspersoon zijn. EYG is een UK company limited by guarantee en verleent zelf geen diensten aan cliënten. Voor meer informatie over onze organisatie, kijk op www.ey.com/nl.

© 2016 Ernst & Young Accountants LLP

Alle rechten voorbehouden.

ED none

Deze publicatie bevat informatie in samengevatte vorm en is daarom enkel bedoeld als algemene leidraad. Ze is niet bedoeld om te dienen als een substituuat voor gedetailleerd onderzoek of voor het aanwenden van een professioneel oordeel. Noch EYGM Limited noch enig ander lid van de wereldwijde EY organisatie kan aansprakelijk worden gesteld voor het verlies van iemand die handelde of die ervan afzag te handelen ten gevolge van enige informatie in deze publicatie. Bij elke specifieke aangelegenheid, dient steeds een geschikte adviseur geraadpleegd te worden.

ey.com/nl

