

Februari 2013



KEIJSER
CAPITAL

MKB EN DE TOEGANG TOT GROEIFINANCIERING

Vermogensbeheer • MKB Advies & Financiering • Effectenhandel

Copyright © 2013 Keijser Capital. Alle rechten voorbehouden.

“Keijser Capital, vertrouwd advies sinds 1903”

Keijser Capital N.V.
Keizersgracht 410
1016 GC Amsterdam

www.keijsercapital.nl

| Inhoudsopgave

MKB en de Toegang tot Groeifinanciering.....	3
1 Traditionele Financiering.....	5
2 Alternatieve Financiering.....	8
3 MKB-Obligatie	11
4 Credit Ratings en Systematiek.....	14
 APPENDICES.....	17
Appendix I Kapitaalseisen voor banken	17
Appendix II Overzicht spaargeld en deposito's bij Nederlandse huishoudens en institutionele beleggingen.....	20
Appendix III 8% CE Credit Management Obligaties 2012-2017.....	21
 Geraadpleegde literatuur en personen	24
Contact.....	25

| MKB en de Toegang tot Groeifinanciering

Inleidend Woord

Sinds het uitbreken van de kredietcrisis in het najaar van 2008 zijn de kapitaal- en geldmarkten en daarmee kredietvoorziening voor het bedrijfsleven nooit volledig hersteld. Vooral het MKB ondervindt hiervan de negatieve gevolgen. Terwijl traditionele bankfinanciering verkrappt, is er de laatste jaren groei te constateren in de particuliere en collectieve besparingen (i.e. spaargelden en pensioengelden). Maar hoe moet de brug worden geslagen tussen de beschikbare gelden en het bedrijfsleven als banken hun traditionele rol niet meer vervullen? Hier zijn *alternatieve financieringsvormen* voor nodig.

De centrale vraag in dit rapport is *welke alternatieve manieren van financiering er voor het MKB beschikbaar zijn*. Deze studie richt zich daarnaast op het kruispunt van vraag en aanbod van financiële middelen ten behoeve van het MKB en tracht de factoren die van invloed zijn meer inzichtelijk te maken. Specifieke aandacht wordt besteed aan MKB-Obligaties maar ook aan het fenomeen *credit rating*, een relevant topic voor bedrijven die overwegen financiering aan te trekken via de openbare kapitaalmarkt.

Voordat we dieper ingaan op de materie is het belangrijk om het begrip MKB – midden- en kleinbedrijf – af te bakenen met een definitie. Als wij in dit rapport spreken over het MKB dan bedoelen wij:

Kleinere en middelgrote ondernemingen met (i) een jaarlijkse omzet van €2-50 miljoen, (ii) minimaal 10 en maximaal 250 werknemers of (iii) een balanstotaal van minimaal €2 miljoen en maximaal €43 miljoen.

Hierbij verdient het de vermelding dat er door diverse instanties (waaronder onderzoeksbureau Panteia/EIM) verschillende definities worden gehanteerd. Onder de officiële definitie van de Europese Commissie vallen naast kleine en middelgrote ondernemingen ook micro ondernemingen, bedrijven met een jaarlijkse omzet van maximaal €2 miljoen, maximaal 10 werknemers en een balanstotaal van maximaal €2 miljoen. Deze ondernemingen vallen buiten de focus van dit rapport.

Matching van vraag en aanbod

De afgelopen jaren is er een mismatch ontstaan tussen vraag en aanbod. Banken zijn terughoudender geworden met kredietverlening, met als voornaamste oorzaken de hogere risico's bij neergaande conjunctuur, veranderende verdienmodellen en de invoering van Basel III. Onlangs schetste De Nederlandsche Bank (hierna: "DNB"), op basis van een periodieke *Bank Lending Survey*, dat er – met name in het MKB – een afname van bedrijfskredieten te constateren is. DNB stelt dat bij kredietaanvragen voor langlopende MKB leningen strengere goedkeuringscriteria door banken worden gehanteerd. Daarentegen is er groei te constateren in de omvang in euro's van spaargeldrekeningen en deposito's van Nederlandse huishoudens. Eind derde kwartaal 2012 stond er volgens cijfers van de DNB 376 miljard euro uit tegenover 344 miljard euro in het derde kwartaal van 2010. Daarnaast blijkt dat ook de collectieve besparingen (pensioengelden) toenemen.

Door de kleinere omvang van MKB-financiering en daardoor geringe liquiditeit én het vaak ontbreken van een credit rating, wil of kan het merendeel van de institutionele beleggers (i.e. verzekeraars en pensioenfondsen) niet in het MKB beleggen. Wat daarnaast meespeelt, is de overtuiging dat er met buitenlandse beleggingen hogere rendementen te behalen zijn. Wij stellen hier tegenover dat pensioenfondsen vaak betere rendementen kunnen realiseren op minder liquide beleggingen (met hogere liquiditeitspremies). Vanwege de lange beleggingshorizon van pensioenfondsen is de urgentie om tussentijds te kunnen verkopen minder hoog en kunnen zij gemakkelijker de looptijd van een belegging uitzitten. Ook gaan er in toenemende mate stemmen op

in de politiek en pensioenwereld om een groter deel van het Nederlandse pensioengeld in Nederlandse ondernemingen te beleggen. Recent stelde Dr. Guus Boender, Professor Asset & Liability Management aan de VU, dat: *‘Nederlandse pensioenfondsen minstens minimaal 25% van hun vermogen in Nederland moeten beleggen. Spreiding wordt gezien als een efficiënte beleggingsmethode, maar daarbij wordt vergeten dat financiële markten steeds meer gecorreleerd zijn’*.

MKB-Obligaties en andere vormen van alternatieve financiering

Hierop inspeland heeft Keijser Capital een financieringsinstrument ontwikkeld wat het voor bepaalde MKB-ondernemingen makkelijker maakt om financiering aan te trekken via de openbare kapitaalmarkt, als een vorm van alternatieve financiering. De primeur was voor CE Credit Management; in de zomer van 2012 werden de obligaties uitgegeven en genoteerd aan de NYSE Alternext. In Hoofdstuk 3 wordt dit instrument nader toelicht. Andere alternatieve financieringsvormen, zoals de *GO regeling* of *crowd funding* komen ook kort aan bod.

Alternatieve financieringsvormen als MKB-Obligaties en Private Equity, al dan niet door professionele partijen of door ‘business angels’, zijn in continentaal Europa vooralsnog een relatief beperkte aangelegenheid (met uitzondering van de *Mittelstandanleihen* in Duitsland).

Keijser en het MKB

Als middelgroot ‘huis’ hebben wij veel affiniteit met het MKB. Als het gaat om Vermogensbeheer (veel van onze cliënten zijn (oud-) ondernemers in het MKB segment), MKB Advies & -Financiering (ondernemingsfinanciering voor MKB) of effectenhandel; het MKB loopt als rode draad door onze dienstverlening. Ook besteedt onze Research afdeling veel tijd aan thema’s binnen het MKB. Daarnaast beheert Keijser Capital Asset Management het Add Value Fund, dat belegt in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcap fondsen.

Het is onze missie om op het snijvlak van het aanbod vastrentende beleggingen (deposito’s, spaargeld, obligaties) en de vraag naar groeifinanciering binnen het MKB een bemiddelende rol te spelen met het structureren en plaatsen van transparante MKB-Obligaties (voorzien van een door de AFM goedgekeurd prospectus). Typisch zullen deze obligaties een looptijd hebben van drie tot maximaal zeven jaar en een rente variërend van 6.5-8.5%, teneinde te compenseren voor de geringe liquiditeit.

Ook in de ambitie van NYSE Euronext om een zichtbare functie te vervullen voor het MKB speelt Keijser Capital een rol. Als één van de initiatiefnemers van de Europese Adviesgroep Euronext MKB Beurs zijn wij nauw betrokken bij de ontwikkeling van een pan-Europese beurs voor het MKB.

Tijdens de totstandkoming van dit rapport zijn diverse bronnen geraadpleegd, waaronder enkele studies van Panteia/Economisch Instituut voor Midden- en Kleinbedrijf (EIM). Het complete overzicht van gebruikte bronnen vindt u op pagina 24.

Nico van Geest RBA

Hoofd Research

Tim de Rooij MSc

MKB Advies & -Financiering

1 | Traditionele Financiering

De ‘mismatch’ die is ontstaan tussen vraag en aanbod van MKB financiering is grotendeels te wijten aan de economische crisis en de verhoogde kapitaaleisen bij de banken.

Onder traditionele financiering wordt verstaan bankfinanciering; verstrekt vanuit de traditionele rol van banken. Die traditionele rol is aan het veranderen. Aangejaagd door de kredietcrisis die startte in 2008 worden banken gedwongen om op een andere wijze om te gaan met bezittingen en schulden die zij aantrekt, verstrekt of reeds op haar bankbalans heeft staan. Met een neergaande conjunctuur krijgen leningen die een bank heeft verstrekt een nieuw risicoprofiel. Wanneer de economie verslechtert en daarmee de vraag naar goederen of diensten afneemt, is het risico dat bepaalde ondernemingen niet in staat blijken aan betalingsverplichtingen te voldoen groter. Tijdens de crisis bleek dat banken gered moest worden – de welbekende *bailouts* – omdat de solvabiliteitsratio's door afboekingen op leningen en andere activa van diverse banken beneden de vereiste niveaus daalden. In antwoord op deze ontwikkeling achtte de *Bank for International Settlements* (“BIS”) – een orgaan wat richtlijnen voor banken voorschrijft – het verstandig om de oude regels ten aanzien van onder andere bufferkapitaal onder de loep te nemen en waar nodig aan te scherpen. Deze aanscherping heeft zich vertaald in *Basel III*; “*A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*”. Het betreft de derde versie van richtlijnen voor banken, vernoemd naar het Zwitserse Basel waar het hoofdkantoor van de BIS is gevestigd. Kortweg komt de nieuwe set van regels er op neer dat banken meer kapitaal (geld) moet aanhouden voor elke lening die de bank verstrekt. Ook voor het aanhouden van effecten (i.e. aandelen, obligaties, derivaten) gelden zwaardere regels in termen van kapitaalsbeslag. De nieuwe regels hebben impact op het verdienmodel van de bank (zie ook Appendix I: Kapitaalseisen voor banken).



Figuur 1: Acceptatiecriteria van banken voor bedrijfsleningen (Bron: DNB Overzicht Financiële stabiliteit najaar 2012)

Onlangs publiceerde DNB, gebaseerd op een periodieke *Bank Lending Survey*, dat er met name in het MKB een afname van bedrijfskredieten te constateren is (De Nederlandsche Bank, 2012). Uit dit onderzoek blijkt tevens dat sinds het uitbreken van de crisis de kredietacceptatiecriteria voor leningen aan kleine en middelgrote bedrijven overwegend zijn aangescherpt. Voor grote bedrijven heeft daarentegen in 2011 nog een versoepeling plaatsgevonden. Dit gaat echter niet op voor het MKB, waar het kredietrisico groter wordt geacht. De data – zie Figuur 1 – wordt weergegeven in procentpunten (percentage versoepeling minus percentage aanscherping). De stippellijn betreft de schatting voor het vierde kwartaal van 2012. Vorig jaar stelde de Rabobank zelfs dat de kredietverlening aan MKB Nederland is stil gevallen. Ook Panteia/EIM constateerde eerder dat ondernemingen in de topsectoren met aanpassingen in de kredietvoorwaarden te maken hebben gehad (Financieringsmonitor Topsectoren 2012, december 2012).

Sector	<i>Kredietvoorwaarden op ten minste één punt aangepast</i>	<i>Rente</i>	<i>Aanpassing van:</i>	
			<i>Andere kosten</i>	<i>Kredietomvang</i>
Agro & food	51%	35%	21%	9%
Life science & health	29%	18%	11%	8%
Hightech	32%	17%	11%	7%
Chemie	33%	14%	15%	4%
Tuinbouw	42%	32%	19%	13%
Logistiek	34%	20%	13%	12%
Water	28%	16%	15%	6%
Creatieve industrie	47%	33%	18%	15%
Energie	10%	9%	9%	9%
Alle topsectoren	39%	25%	16%	10%
Overige sectoren	36%	25%	17%	11%

Figuur 2: Aanpassing kredietvoorwaarden bedrijven binnen de Topsectoren (Bron: Panteia/EIM, 2012)

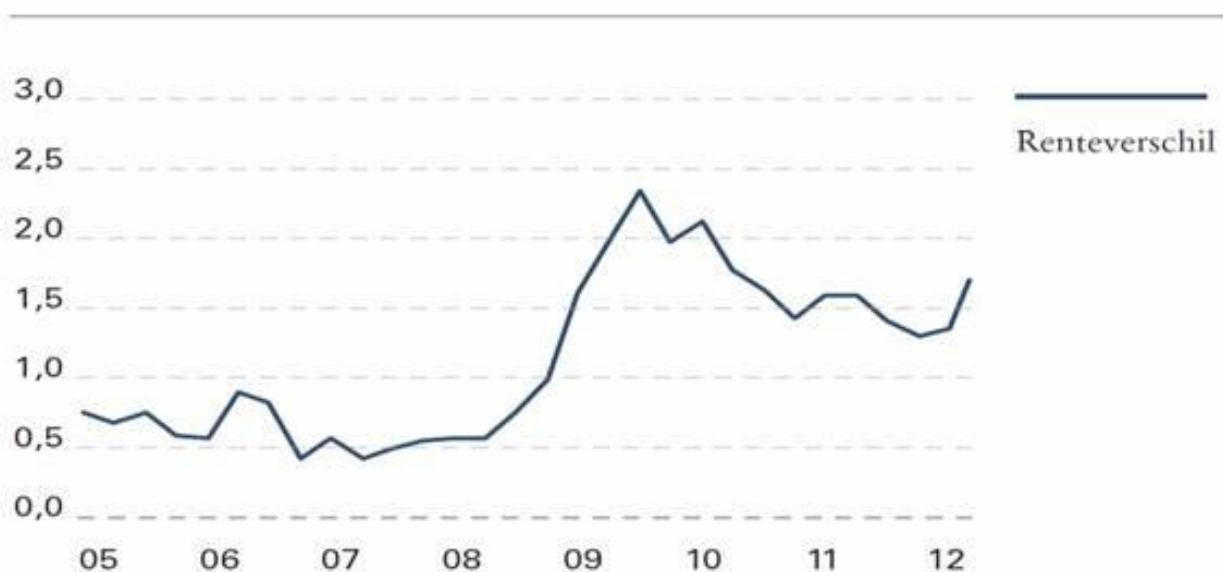
Banken zijn dus zichtbaar terughoudender geworden of lenen minder tegen dezelfde zekerheden dan in het verleden. Dit is deels opvallend, omdat het bedrag wat Nederlandse huishoudens op spaarrekeningen en deposito's bij banken hebben uitstaan de afgelopen jaren is gegroeid van 376 miljard euro in het 3^e kwartaal van 2012 tegen 344 miljard euro in het 3^e kwartaal van 2010. Normaliter worden deze spaargelden grotendeels verstrekt aan bedrijven in de vorm van bedrijfsleningen (zie ook Appendix II: Overzicht groei spaargeld en deposito's bij Nederlandse huishoudens, evenals de collectieve besparingen).

Wanneer bancaire – traditionele – kredietverlening verkraapt, zijn grotere ondernemingen over het algemeen goed in staat financiering aan te trekken via de (openbare) kapitaalmarkt. Voor het MKB is dit een stuk

moeilijker. Zoals de grafiek van Figuur 3 laat zien vertaalt dit zich dan ook in een oplopend prijsverschil tussen kleine en grote bedrijfsleningen.

Overigens, onlangs kwam ING met een plan om met behulp van de Europese Investeringsbank (EIB) 200 miljoen euro aan leningen beschikbaar te stellen voor het MKB in de Benelux. Dankzij de EIB kunnen bedrijven profiteren van een lager rente tarief.

Renteverschil 3-maands voortschrijdend gemiddelde, in procentpunten.



Figuur 3: Renteverschil tussen kleine en grote bedrijfsleningen (Bron: DNB Overzicht Financiële stabiliteit najaar 2012)

Alternatieve vormen van financiering voor het MKB, zoals Private Equity of MKB obligaties, zijn in continentaal Europa vooralsnog een relatief beperkte aangelegenheid. In het volgende hoofdstuk volgt een bespreking van een selectie alternatieven financieringsbronnen voor het MKB.

2 | Alternatieve Financiering

Het bedrijfsleven moet minder afhankelijk worden van bankfinanciering. Maar welke alternatieven zijn er voor het MKB?

Nu de banken in toenemende mate de kredietkraan voor het MKB dichtdraaien is innovatief financieel Europa druk doende om alternatieve vormen van financiering te ontwikkelen. In dit stuk wordt een selectie van alternatieve vormen kort besproken, te weten **private equity, kredietunies, borgstellingsregelingen MKB** zoals de **GO Regeling, crowdfunding, MKB-Fondsen** en de **MKB-Obligatie**.

“Private equity is risicodragend vermogen voor de financiering van niet-beursgenoteerde ondernemingen, zoals familiebedrijven of bedrijven die worden overgenomen door het management. Ook starters en snelgroeiende bedrijven vallen hieronder (dit noemt men venture capital)” (Definitie van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, hierna: “NvP”). De gezamenlijke omzet van bedrijven die (deels) gefinancierd werden door private equity bedroeg in 2011 83 miljard euro, wat gelijk is aan 16% van het Nederlands bruto binnenlands product (NvP, 2012). Een participatiemaatschappij neemt een vaak tijdelijk aandelenbelang in een onderneming. Hiermee verwerft de investeerder zeggenschap. Dit heeft tot gevolg dat de ondernemer zeggenschap moet delen met de nieuwe aandeelhouder. Sommige ondernemers zien dit als een nadeel. Doorgaans is het zo dat de investeerder een bijdrage wenst te leveren door het management te adviseren over bijvoorbeeld de strategie en is zij tevens vaak vertegenwoordigd in de Raad van Commissarissen (RvC).

Vanwege het rigide systeem van bankvergunningen is het verwezenlijken van alternatieve vormen van kredietverlening voor het MKB vrij complex. Vandaar dat het aantal voorstanders van zogenaamde **kredietunies** drastisch toeneemt. Een kredietunie kan worden omschreven als een spaar- en kredietvereniging die vaak per bedrijfstak is georganiseerd. Dergelijke kredietunies worden geleid door ervaren personen uit de desbetreffende bedrijfstak die beter in staat zijn ondernemerskwaliteiten van de kredietaanvrager in te schatten dan de bank dat kan. Hierdoor is de kans groter dat veelbelovende kleine bedrijven en starters een krediet krijgen.

Het Financieel Dagblad wist vorig jaar te melden dat het Europees Netwerk van Kredietunies momenteel lobbyt in Brussel om in de Europese Unie (hierna: “EU”) een lichtere vorm van banktoezicht voor kredietunies te introduceren. In de Verenigde Staten (hierna: “VS”), waar deze verenigingen tientallen miljoenen leden hebben en sommige unies al sinds 1934 bestaan, geldt wel een soepeler toezichtregime. Bij kredietunies stoppen gevestigde of gepensioneerde ondernemers geld in een gemeenschappelijke kas, waaruit vervolgens investeringen in ondernemingen uit dezelfde regio of sector worden gefinancierd. Denk bijvoorbeeld aan een kredietunie van slagers of van ondernemers in Almere. Kortom, financiering voor ondernemers dóór ondernemers.

Aanleiding om kredietunies ook in Nederland te introduceren is dat kleine ondernemers steeds vaker een afwijzing krijgen op hun kredietaanvraag bij de bank. Om geld te parkeren op een bankrekening om vervolgens weer uit te lenen is echter een bankvergunning nodig, ook al besluiten ondernemers dit onder elkaar te doen. De Wet op Financieel Toezicht (hierna: “Wft”) maakt daarbij geen onderscheid tussen grote banken en kleine initiatieven. Onder de Wft zouden kredietunies een minimum kapitaal moeten hebben van 5 miljoen euro om in aanmerking te komen voor een vergunning, maar vaak is het benodigde bedrag echter veel lager. Tevens is het vereist een zeer uitgebreide (en daarmee tijdrovende) administratie te voeren om op die manier aan te kunnen tonen dat zij aan de gestelde kapitaaleisen voldoen. Het ministerie van financiën zegt in een reactie momenteel te onderzoeken in hoeverre het banktoezicht nieuwe initiatieven – zoals de kredietunies – belemmert.

Andere vormen van alternatieve financiering zijn de **Borgstellingsregelingen MKB**; de **Groeifaciliteit** en de **Garantie Ondernemingsfinanciering**, ook wel bekend als de **GO regeling**. De regeling **borgstellingskrediet (BMKB)** is interessant voor MKB ondernemingen die een lening willen afsluiten maar de bank te weinig zekerheden kunnen bieden ('onderpand', zoals gebouwen of machines). Doordat de overheid garant staat voor een deel van de lening, is de bank eerder bereid een lening te verstrekken. Startende en innoverende bedrijven kunnen rekenen op extra gunstige voorwaarden. De BMKB Borgstellingsrekening is bestemd voor ondernemingen met maximaal 250 werknemers met een jaaromzet tot 50 miljoen euro, of een balanstotaal van maximaal 43 miljoen euro. Bezoek www.agentschapnl.nl voor aanvullende informatie, waar u onder het onderdeel programma's & regelingen van het Ministerie van Economische Zaken meer kunt lezen over deze faciliteiten.

Met behulp van de **GO regeling** (vergelijkbaar met BMKB) kunnen banken een 50% staatsgarantie krijgen op (middel)grote leningen. Met behulp van een dergelijke staatsgarantie wordt het risico voor de bank op de te

verstrekken bedrijfsfinanciering gereduceerd. Dit vergroot voor banken de mogelijkheden om te voorzien in de financieringsbehoefte bij het Nederlandse bedrijfsleven. Deze kredietfaciliteit heeft een bovengrens van 50 miljoen euro en een ondergrens van 1,5 miljoen euro. Tevens dient men in acht te nemen dat de GO regeling niet als herfinanciering mag dienen. Tot slot worden enkele sectoren van het gebruik van deze kredietfaciliteit uitgesloten. Andere vormen als Microkrediet en Besluit Bijstandsverlening Zelfstandigen ("Bbz") vallen buiten het bereik van deze studie.

Met een andere regeling, de **groeifaciliteit**, krijgt de financier 50% garantie op het risicodragend vermogen dat hij aan een ondernemer verstrekt. Leidt deze financiering onverhoopt tot verlies?



Figuur 4: Snapshots artikelen uit het Financieel Dagblad

Dan vergoedt de overheid 50% van dat verlies. Dit verlaagt het risico van de financier aanzienlijk. Op deze manier helpt de overheid om financiers over de streep te trekken. Banken kunnen maximaal 5 miljoen euro garantiefinanciering uitlenen in de vorm van achtergestelde leningen, waar participatiemaatschappijen maximaal 25 miljoen euro onder deze regeling kunnen verstrekken (met daarbij dus 50% garantie op het risicodragend vermogen wat aan de ondernemer wordt verstrekt).

Een ander nieuw initiatief is **crowdfunding**. Hierbij wordt via een online platform een beroep gedaan op de grote massa (anonieme geldverschaffers). De geldverschaffers investeren een zelf te bepalen (vaak klein) bedrag in het project van hun keuze. Deze vorm van alternatieve financiering valt in algemene zin te kwalificeren als risicodragend kapitaal zonder zeggenschap, dat vaak wel recht geeft op een aandeel in de winst, maar soms ook in natura (producten of diensten) uitbetaald. Crowdfunding is met name geschikt voor de kleinere bedragen. Volgens het Amerikaanse zakenblad Forbes werd er in de VS voor circa 1.6 miljard dollar via crowdfunding opgehaald en is de verwachting dat het totaalbedrag in 2012 is verdubbeld.

Net zoals het saldo van Nederlandse huishoudens op spaarrekeningen en deposito's neemt het bedrag aan institutionele besparingen toe (zie ook Appendix II: Overzicht groei spaargeld en deposito's bij Nederlandse huishoudens, evenals de collectieve besparingen). Er is dus een grote hoeveelheid aan geld beschikbaar bij institutionele instanties en particulieren. Door de beperkte omvang van leningen aan het MKB en daarmee geringe liquiditeit (verhandelbaarheid in geval van notering) en het ontbreken van een credit rating (zie Hoofdstuk 4), kunnen veel Institutionele Beleggers niet in het MKB beleggen.

In 2012 maakt Nederland kennis met het fenomeen **MKB-Obligaties**. Met dit initiatief wordt geprobeerd de particuliere besparingen via de openbare kapitaalmarkt in te zetten voor het MKB; in de meeste landen van continentaal Europa tot dusver een onontwikkeld gebied. In Frankrijk en Duitsland is MKB financiering via de beurs met *Mittelstandanleihen* en de *NYSE Alternext Paris* al ingeworteld. De NYSE Euronext werkt momenteel aan het opzetten van een pan-Europese MKB Beurs, die ontwikkelingen in andere landen moet ondersteunen. Verondersteld wordt dat met de komst van deze beurs de MKB-Obligatie als financieringsinstrument een impuls zal krijgen, waardoor definitief een link kan worden gelegd tussen de particuliere belegger en groeiend MKB. Een uitvoeriger bespreking over MKB-Obligaties als vorm van alternatieve financiering leest u in het volgende hoofdstuk.

3 | MKB-Obligatie

MKB-Obligaties zijn geschikt voor groeibedrijven met een gefundeerde financieringsbehoefte en zicht op een redelijk voorspelbare cashflow. Voor beleggers speelt de combinatie van transparantie en zekerheden van dit instrument een belangrijke rol.

MKB-Obligaties bieden middelgrote ondernemingen toegang tot financiering via de beurs, zonder de zware verplichtingen inherent aan een aandelennotering en het weggeven van zeggenschap. Voor veel ondernemingen is een aandelennotering niet aantrekkelijk vanwege een huidige lage bedrijfswaardering. Door een notering van obligaties op de kapitaalmarkt (beurs) krijgt de onderneming de kans om zich te bewijzen, bekendheid te genereren en beleggers aan de onderneming te laten wennen. Wanneer de prognoses kunnen worden waargemaakt is het aannemelijker dat de onderneming, indien gewenst, op basis van een aantrekkelijker waardering alsnog een emissie en notering van aandelen kan initiëren.

Interessant is dat de MKB-Obligatie die door Keijser Capital is ontwikkeld, via een special purpose vehicle (hierna: "SPV") gestructureerd kan worden, waarbij de initiatief nemende MKB-onderneming al dan niet garant kan staan. In de SPV wordt dan een actief (een machine, voorraden, vorderingen afnamecontracten, et cetera) met een kasstroom genererend karakter apart gezet (linkerzijde van de balans), waar als tegenwaarde een MKB-Obligatie (rechterzijde van de balans) wordt uitgegeven. Aangezien er geen historie is wordt er gewerkt met een openingsbalans en wordt de waardering uitsluitend bepaald op basis van de contante waarde van de te genereren kasstromen van het actief (wat leidt tot een stille reserve in het eigen vermogen). Deze cashflows moeten voldoende zijn om de rente en jaarlijkse administratie lasten (accounting, fiscale en toezichtkosten) van de SPV te kunnen betalen. Is de obligatie terugbetaald of geherfinancierd dan gaat het actief van de SPV weer terug naar de MKB onderneming. Uiteraard kunnen MKB-Obligaties ook door de MKB-onderneming zelf worden uitgegeven.

Helaas is dit financieringsproduct niet voor iedere onderneming geschikt. Zo stelt Keijser Capital bij het cliënt acceptatieproces een aantal belangrijke voorwaarden (zie www.keijsercapital.nl), waaronder:

- Er moet een minimale gefundeerde financieringsbehoefte zijn van €2.5 miljoen;
- Tegenover de obligatielening moet een interessant en liquide actief ter zekerheid kunnen worden aangeboden;
- De initiatiefnemer dient een bewezen business model te hebben en minimaal een aantal jaar te bestaan, het trackrecord van de laatste jaren is daarbij van belang.

De **MKB-Obligatie** als alternatief voor bankfinanciering is in de Angelsaksische wereld al lang bekend, maar in Europa zijn het enkel overwegend grote ondernemingen en financiële instellingen die van obligaties gebruik maken. Een uitzondering hierop is Duitsland, hier worden MKB-Obligaties, bij onze Oosterburen "**Mittelstandsanleihen**" genoemd, al een tijdje met succes uitgegeven. Het gaat hierbij om Duitse beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen. Banken die dergelijke Mittelstandsanleihen begeleiden zijn onder andere Close Brothers/Seydler Bank AG, Steubing AG, SCHNIGGE en Conpair AG.

Obligaties uitgegeven door MKB-ondernemingen zijn in de regel kleiner dan 75 miljoen euro en worden op verschillende handelsplatformen in Duitsland genoteerd, waaronder de (1) *Mittelstandsmarkt van Börse Düsseldorf*, (2) *Mittelstandsbörse Hamburg-Hannover*, (3) *Bondm van Börse Stuttgart*, (4) *Börse München* en (5) de '*Entry Standard*' für Mittelstandsanleihen van Deutsche Börse in Frankfurt. Inmiddels zijn er in Duitsland

ongeveer 70 MKB-Obligaties genoteerd en het aantal is groeiende. Enkele interessante websites in verband met Duitse MKB-Obligaties zijn www.bondguide.de, www.anleihen-finder.de en <http://www.fixed-income.org/>. Veel van de MKB-Obligaties in Duitsland zijn voorzien van een *credit rating* en ook in Frankrijk krijgen MKB-ondernemingen in toenemende mate een rating van rating agencies als Creditreform, EulerHermes en S&P. Vooruitlopend op deze ontwikkeling wordt in Hoofdstuk 4 specifiek aandacht besteed aan dit onderwerp.

Ook NYSE Euronext stimuleert de uitgifte van obligaties door MKB-ondernemingen en is voornemens hier medio 2013 een speciaal handelsplatform voor op te richten (ga voor aanvullende informatie over dit initiatief naar [de website van de NYSE Euronext](#)). De aantrekkelijkheid van deze alternatieve vorm van financieren is tweeledig. Aan de ene kant biedt het de onderneming de mogelijkheid om meer flexibiliteit aan te brengen in de balans en aan de andere kant bieden de obligaties beleggers een attractief rendement. Doorgaans gaat het om leningen met een looptijd van 5 jaar, een denominatie van 1.000 euro en een coupon (rentevergoeding) van 6-8%.

Onze verwachting is dat de markt voor bedrijfsobligaties in (continentaal) Europa de komende jaren substantiële groei zal laten zien. De belangrijkste reden hiervoor is dat banken hun kredietexposure op het MKB, maar ook op vastgoed, aanzienlijk willen verminderen. Wij verwachten ook dat het aandeel van private beleggers (lees: obligatiehouders) in balansfinancieringen van bedrijven sterk zal gaan toenemen. Uiteraard zal bankkrediet van belang blijven, maar wij gaan uit van een evenwichtiger invulling van de rechterzijde van de balans.

Een belangrijke factor in het wel of niet slagen van een obligatie emissie is de aansluiting van de voorwaarden en condities van de uit te geven obligaties op de actuele vraag in de markt. Het proces van benadering van de optimale obligatievoorwaarden – benadering omdat het geen *exact science* betreft – wordt Bond Pricing genoemd. Hierbij dient tevens rekening worden gehouden met de volatiliteit (bewegelijkheid) van de markt.

Emittent	Emissie	Looptijd	Coupon	Uitgifteprijs	Omvang (€ mln.)	Rating	Sector	Beurs
<i>Retail bonds (EUR 1 - 50 mln.)</i>								
Berentzen Gruppe	18.10.12	18.10.17	6.500%	100%	50	NR	Food	Frankfurt
BDT Media								
Automation	09.10.12	09.10.17	8.125%	100%	30	BB+	Media	Frankfurt
Getgoods.de	01.10.12	01.10.17	7.750%	100%	30	BBB-	Retail	Stuttgart
KTG Energie	27.09.12	27.09.18	7.250%	100%	25	BBB-	Energy	Frankfurt
Enterprise Holdings	26.09.12	26.09.17	7.000%	100%	16	A-	Insurance	Frankfurt
Eterna Mode	24.09.12	09.10.17	8.000%	100%	35	BB-	Retail	Stuttgart
Travel 24	17.09.12	17.09.17	7.500%	100%	25	NR	Leisure	Frankfurt
Karlsberg Brauerei	12.09.12	12.09.17	7.375%	100%	30	BB-	Food	Frankfurt
Halloren	Sinds Juni-12	Juni-17	6.250%		10	NR	Food	Non-listed
Douro Cruiser	Sinds Nov-12	2023	7.125%		3.5	BB	Leisure	Hamburg
<i>Large Sized Bonds (EUR >50mln.)</i>								
Altic Finance			8.000%		200	Ba2	Telecom	
Omega Pharma			5.125%		300	NR	Pharma	
TMF Group			9.875%		175	CCC+	Financials	
Unitymedia			5.750%		500	BB-	Telecom	

Tabel 1: Overzicht van recent uitgegeven MKB-Obligaties in Duitsland (Bron: Bloomberg en www.fixed-income.org)

Kijkend naar recentelijk geëmitteerde obligaties die binnen het retail segment vallen (omvang lening kleiner dan 50 miljoen euro) valt op dat de meerderheid een vaste coupon draagt die boven de 7% ligt. Hierbij dient te worden aangetekend dat de meeste van deze leningen wel het senior karakter hebben maar geen onderpand.

Een aantal van de emittenten heeft daarnaast een *non-investment grade rating*. Het betreffen allen Duitse obligaties. Nederlandse MKB-ondernemingen dienen rekening te houden met het punt in de life cycle waar de MKB-beurs in Duitsland zich bevindt. De markt voor MKB-Obligaties in Duitsland is een volwassen markt waar jaarlijks tientallen emissies plaatsvinden. De onbekendheidsfactor van dit type obligaties in Nederland betekent dat er een interessante coupon geboden moet worden om beleggers te interesseren. Het feit dat het topic MKB-financiering in de Nederlandse media een actuele en prominente positie inneemt komt de herkenbaarheid en gewenning onder het publiek uiteraard ten goede. Alle ratings van bovengenoemde retail bonds zijn afgegeven door het Duitse Creditreform.

De twee belangrijkste elementen bij MKB-Obligaties waar rekening mee moet worden gehouden zijn (i) de liquiditeit en (ii) de rating. Door de beperkte liquiditeit en het ontbreken van een rating worden meerdere professionele beleggers, meestal op juridische grondslag, buitenspel gezet. Zoals eerder in dit rapport is aangegeven kunnen veel professionele beleggers door strenge wetgeving niet participeren in leningen van kleine omvang. Daarnaast hebben meerdere (institutionele) vermogensbeheerders (statutair) vastgelegd dat zij voor klanten/sponsors geen aankopen mogen doen in obligaties zonder rating (meestal ligt de grens bij 'non investment grade').

Het door Keijser Capital uitgewerkte concept van MKB-Obligaties is echter in het bijzonder toegespitst op de vraag bij particuliere beleggers, die rechtstreeks of via hun vermogensbeheerder beleggen. Ook family offices komen hiervoor in aanmerking. De particuliere belegger wordt een alternatief geboden voor beleggen in CV's en andere vastrentende waarden.

In de zomer van 2012 is Keijser Capital als lead manager en listing sponsor opgetreden bij de eerste uitgifte van MKB-Obligaties in Nederland door **CE Credit Management B.V.** CE Credit management is actief in de markt voor consumenten vorderingen.

De 8,00% senior gesecureerde, winstdelende Obligaties CE Credit Management B.V. (ISIN code: NL0010187837) hebben een looptijd van vijf jaar. De coupon staat gedurende de gehele looptijd vast en wordt halfjaarlijks achteraf betaalbaar gesteld. Dat betekent dat u na de eerste zes maanden van het jaar 4% rente over uw nominale inleg ontvangt en zes maanden daarna nogmaals 4%. Bij deze obligatie telt het jaar telt dus twee couponperiodes. Aan het eind van de couponperiode wordt op de coupon betaaldatum de rente uitgekeerd. Indien CE Credit Management in de boekjaren gedurende de looptijd een netto positief resultaat realiseert (netto resultaat na aftrek van rente, belastingen en reservering van 2% winstrecht), krijgen obligatiehouders aan het einde van de looptijd een extra 2% per obligatie per jaar uitgekeerd, over het op het moment van aflossing uitstaande bedrag. Dit wordt het winstrecht genoemd.

De obligaties zijn met zakelijke zekerheid gedekt, in dit geval zijn het debiteurenportefeuilles. Ten behoeve van de obligatiehouders is er een eerste pandrecht gevestigd op deze portefeuilles. Dit betekent dat wanneer Credit Management niet aan haar verplichtingen kan voldoen, de Stichting Obligatiehouders voor en ten behoeve van de obligatiehouders kan besluiten om de debiteurenportefeuilles te verkopen om op deze manier de lening (deels) aan de beleggers terug te betalen (voor meer details verwijzen wij naar de Appendix, prospectus of www.cecm.nl).

Deze structuur in combinatie met ingebouwde zekerheden is kenmerkend voor de manier waarop Keijser Capital MKB-Obligaties structureert, MKB-ondernemingen begeleidt naar de openbare kapitaalmarkt en beleggers een interessant beleggingsproduct biedt.

4 | Credit Ratings en Systematiek

Wanneer Nederlandse MKB-ondernemingen – net zoals in als Duitsland en Frankrijk – in toenemende mate gebruik gaan maken van openbare kapitaalmarkten voor het aantrekken van financiering, zal het gebruik van credit ratings toenemen. Ook het nieuwe Euronext beursplatform van het MKB zal dit willen verplichten.

Een **credit rating** kan worden gezien als een beoordeling van de kredietwaardigheid van een debiteur, zijnde een bank, bedrijf of overheid (in dit rapport ligt de focus op bedrijven). Belangrijk is om onderscheid te maken tussen type ratings: de **kredietscore** (bestemd voor handelsinformatie), de **private rating** (bestemd voor één specifieke opdrachtgever zoals een bank) en de **publieke rating** (bestemd voor de kapitaalmarkt). De ratingsystematiek werkt als een kansrekeningstafel: een hoge rating duidt op een kleine kans op faillissement van de debiteur, een lage rating geeft aan dat de kans op in gebreke blijven door debiteur groter is. Een rating kan daarmee worden gebruikt om het kredietrisico van een debiteur in te schatten en zodoende het juiste rentetarief vast te stellen. Voor een meer risicovolle lening wil de schuldever uiteraard een hogere vergoeding in de vorm van een hoger rentetarief. Een credit rating draagt daarmee bij aan **kapitaal efficiency**. Een rating kan ook worden gezien als een verkeerslicht of een drempelwaarde, het geeft een mate van risicotolerantie aan. Daarbij is het ook een soort ISO norm; een te communiceren kwaliteitsbarometer (Witt Rating Advisory, 2012).

Informatie over de kredietwaardigheid van een bedrijf komt voor een belangrijk deel uit de handelsinformatie van andere ondernemingen. Immers, zij hebben inzicht in het betalingsgedrag van bedrijven (door B2B transacties) en weten hoe lang zij op hun geld moeten wachten of überhaupt betaald worden. Deze informatie is via diverse instanties beschikbaar in de vorm van kredietcores, zoals de Kamers van Koophandel, credit management maatschappijen die actief zijn in het overnemen van vorderingen, waaronder Experian, Credit Exchange Group en Graydon, alsmede kredietverzekeraars als Euler Hermes, Atradius en Coface. Veel van deze partijen verkopen ‘creditchecks’ (kredietinformatie) en hebben rating systemen ontwikkeld; zij beoordelen vorderingen en ‘tegenpartij risico’ (of ‘counterparty risk’). Interessant is dat Graydon onlangs een site heeft ontwikkeld waar de kredietwaardigheid van de bouwsector is vastgelegd. Aannemers en onderaannemers kunnen de site raadplegen voordat ze een opdracht aannemen.

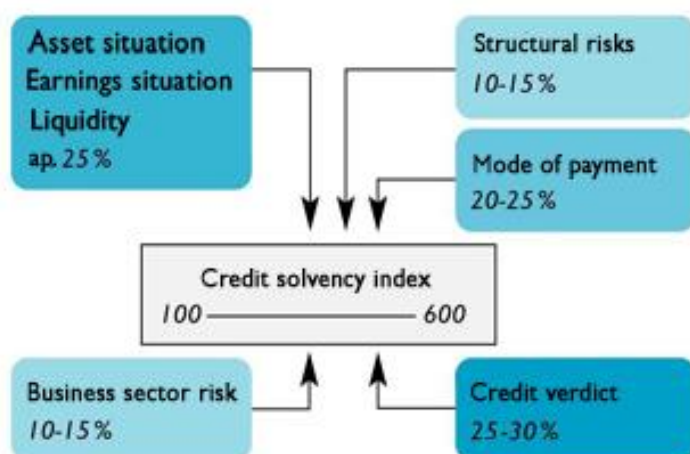
Waar een bank operationeel is ingericht om de kredietwaardigheid van zowel grote als kleine bedrijven te beoordelen zijn veel (institutionele) beleggers dat niet. Daarom stelt een wetgever hoge eisen aan een publieke rating omdat deze ratings voor de kapitaalmarkt bestemd zijn. In het beleggingsmandaat van professionele beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars is daarom veelal vastgelegd dat dat er enkel mag worden belegd in obligaties met een bepaalde rating (vaak geldt **investment grade** als minimum). Doorgaans doen veel professionele beleggers ook hun eigen huiswerk door bijvoorbeeld een bedrijf te analyseren, maar dit wordt minder interessant wanneer het slechts een kleine lening betreft. Wanneer een obligatie of een bedrijf voorzien is van een publieke credit rating verschijnt het daarmee eerder op de radar van een (professionele) belegger.

Belangrijk om te vermelden is dat verschillende soorten schuld papier afkomstig van één en dezelfde onderneming (of financiële instelling) verschillende ratings kunnen hebben, afhankelijk van de mate van achterstelling. Een onderneming zou dus een AAA rating kunnen hebben waar het schuld papier van de onderneming een BB+ rating heeft.

Een rating kan worden afgegeven op een bestaande onderneming maar ook op een nog op te richten werkmaatschappij of een special purpose vehicle (“SPV”), een entiteit zonder historie. In het laatste geval wordt er een rating gegeven op basis van geprognosticeerde toekomstige kasstromen.

Er zijn ook ratingbureaus die ratings afgeven voor beleggingsfondsen, zoals Morningstar, of voor managers van beleggingsfondsen, zoals Citywire.

Bekend bij het grote publiek zijn de ratingbureaus die werken ten behoeve van de kapitaalmarkt, waarbij grote ondernemingen, banken en landen zich laten 'raten' teneinde een optimale (zo laag mogelijke) rente te betalen. De grote drie in dit segment zijn Standard & Poor's ("S&P"), Moody's en Fitch. Belangrijk is dat ratingbureaus zijn erkend door Centrale Banken en Toezichthouders. In Europees verband gaat het om erkenning door de *External Central Assessment Institutions* ("ECAI") en de *European Securities and Market Authority* ("ESMA"). De ECAI beoordeelt vooral de achterliggende rating-systematiek; deze ratings kunnen immers door banken worden gebruikt. De ESMA kijkt meer naar de procesmatige kant en naar prudentie en onderzoekt alles behalve de rating-systematiek zelf. Uiteraard hebben banken hun eigen ratingsystemen, maar wanneer zij onderpand moeten leveren ten behoeve van kredietverlening van Centrale banken of van de ECB eisen deze laatgenoemde instellingen een rating van het onderpand afgegeven door een externe partij die erkend is door ECAI en ESMA. Hiermee wordt voorkomen dat de 'slager zijn eigen vlees keurt'.



Figuur 5: Kredietrisico systeemstroomschema (Bron: Creditreform)

In figuur 5 wordt als voorbeeld aangegeven hoe diverse componenten wegen in de Credit Solvency index van Credit Reform.

De positie van de grote drie is de afgelopen jaren echter onder druk komen te staan. Met het uitbreken van de kredietcrisis is de voorspellende waarde van credit ratings beperkt gebleken en werden hoge ratings afgegeven aan instellingen en landen die kort daarna omvielen (waaronder het Amerikaanse Lehman Brothers en 'Icelandic Bonds'). Achteraf bleken de afgegeven ratings dus te hoog. Het feit dat dergelijke ratingbureaus betaald worden door de opdrachtgever veroorzaakt daarbij een ongemakkelijke paradox – wanneer je als credit rating agent een lage rating afgeeft gaat de opdrachtgever misschien wel naar de concurrent. Daarnaast gaan er in toenemende mate geluiden op die stellen dat de grote drie geen landen meer zouden mogen beoordelen. Volgens critici zou dit een taak zijn voor het IMF.

Het komt ook voor dat ratingbureaus zogenaamde ‘unsolicited’ ratings afgeven, hierbij krijgt het ratingbureau niet betaald. De vraag die dan rijst is of het ratingbureau wel over de volledige informatie beschikt en zich voldoende een getrouw beeld kan vormen van de kredietwaardigheid.

Naast de grote drie Angelsaksische ratingbureaus zijn er ook Europese spelers actief. Opvallend is dat Europese ratingbureaus voornamelijk uit Duitsland komen; dit heeft met name een politieke achtergrond. Zo is er bijvoorbeeld het Duitse Creditreform; het grootste handelsinformatiebedrijf in Europa met vestigingen in 22 landen en een grote speler in het afgeven van ratings in het Duitse MKB segment. De ratingactiviteiten staan los van de activiteiten omtrent handelsinformatie omdat dit de onafhankelijkheid waarborgt en tevens door de toezichthouder wordt geëist.

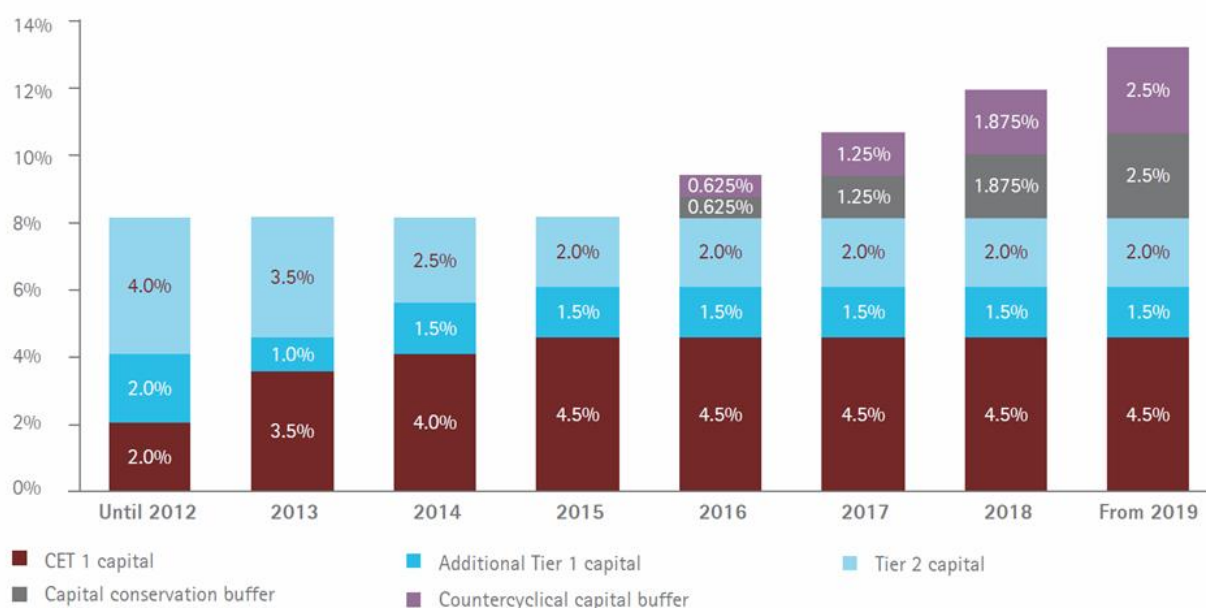
Vandaag de dag zijn er vijf ratingbureaus in Europa die aan alle criteria (ESMA, ECAI en ECB) voldoen, te weten S&P, Moody's, Fitch, DBRS en Creditreform. Deze vijf vormen zeggende de kopgroep van alle 16 erkende ratingbureaus door de ESMA. Gezien de veranderende positie van banken als traditionele financier van het MKB en de grotere rol die openbare kapitaalmarkten gaan spelen, verwachten wij dat partijen als Creditreform ook in Nederland hun opmars zullen gaan maken.

| APPENDICES

- ❖ **Appendix I | Kapitaalseisen voor banken**
- ❖ **Appendix II | Overzicht groei spaargeld en deposito's bij Nederlandse huishoudens, evenals institutionele besparingen**
- ❖ **Appendix III | 8% CE Credit Management Obligaties 2012-2017**

Appendix I | Kapitaalseisen voor banken

Momenteel wordt er door de G20 landen gewerkt aan het vervatten van de Basel III reguleringen (Capital Requirements Directive IV, hierna: "CRD") in nationale wetgeving. Opvallend is dat in de Verenigde Staten de Basel II regels tot op heden nog niet in nationale wetgeving zijn opgenomen. Voor de Eurozone geschiedt de invoering op pan-Europees niveau. Basel III wordt in principe voor alle Eurolanden simultaan van kracht na goedkeuring door het Europese parlement.



Figuur 6: Fasering risicodragend vermogen onder Basel III (Bron: DNB en Accenture)

Zoals bekend wordt de verhoging van de kapitaalbuffers voor banken gefaseerd van kracht en zal het de eerste jaren voornamelijk gaan om de kwaliteitsverhoging van het eigen vermogen, het CET 1 kapitaal (Common Equity Tier 1). Onder de huidige regelgeving ligt de eis ten aanzien van CET 1 kapitaal nu nog op minimaal 2% van de Risico Gedragen Activa ('RWA's': kredieten, beleggingen, handelsposities, etc.), maar onder Basel III zal dit geleidelijk aan worden verhoogd (getrapt in drie jaar) tot minimaal 4.5% in 2015. Tegelijkertijd zal het aandeel van additioneel Tier 1 kapitaal en Tier 2 kapitaal verminderen van 6% van RWA naar 3.5%, waarbij het aandeel Tier 2 kapitaal zal worden gehalveerd van 4% naar 2%. Na 2015 worden de verhoogde kapitaalseisen pas echt effectief (zie figuur 6). Pas in 2016 wordt de 'capital conservation' buffer en de 'countercyclical' buffer ingevoerd waarna deze jaarlijks worden verhoogd.

In 2015 wordt de Liquiditeits Coverage ratio (LCR) ingevoerd en in 2018 worden de vereisten voor de Leverage ratio en de Net Stable Funding ratio (NSFR) van kracht. Er wordt al wel rekening gehouden met deze toekomstige regels. Voor de leverage ratio geldt dat het eigen vermogen minimaal 3% van het balanstotaal moet zijn, onafhankelijk van de risico's van de activa. De LCR eist dat banken voldoende zeer liquide activa aanhouden om de uitstroom van middelen gedurende 30 dagen in een stress scenario op te vangen en de NSFR vereist dat banken hun activa met een looptijd van langer dan een jaar met meer (stabiele) lange termijn middelen financieren, zoals spaargeld.

Een belangrijke ratio onder Basel III is de 'Capital Adequacy Ratio' (CAR). De CAR ratio moet ten minste 8% zijn en zal de komende jaren moeten stijgen naar 13% wanneer er rekening wordt gehouden met de *capital conservation buffer* en de *countercyclical buffer*. Daarnaast speelt het feit dat banken beloofd willen worden voor het verstrekken van risicodragend kapitaal en dit zullen 'inprijzen' uiteraard ook een belangrijke rol.

$$CAR = \frac{\text{Eigen vermogen (Tier 1 en Tier 2)}}{\text{Krediet en marktrisico activa}}$$

Hoe goed banken omgaan met hun aan te houden eigen vermogen (Economic Capital) kan worden weergegeven aan de hand de *Risk Adjusted Return On Capital* ratio (RAROC):

$$RAROC = \frac{\text{Renteopbrengsten} - \text{operationele kosten} - \text{risicokosten}}{\text{Aan te houden eigen vermogen (Economisch Kapitaal)}}$$

Het naar risico aangepast rendement op het eigen vermogen zal naar verwachting onder druk komen te staan vanwege het feit dat er meer Economisch Kapitaal moet worden aangehouden (dit resulteert in een hogere *noemer*). Daarnaast komen met de komst van de bankenbelasting¹ en mogelijke belasting op financiële transacties ook de variabelen in de *teller* onder druk te staan. Om de rendementen te verhogen verlagen banken de operationele kosten (reductie van personeel) en brengen zij hogere kredietmarges en tarieven in rekening. Ook speelt een rol dat winsten in de komende jaren voornamelijk ingehouden zullen worden om de buffers te verhogen waardoor er weinig ruimte is om dividend te betalen.

Bij de beoordeling van kredietrisico's spelen onderstaande risicocomponenten een bepalende rol:

- **Probability of Default (PD):** de kans dat een schuldenaar zijn verplichtingen van het komende jaar niet kan nakomen. Op basis van de financiële gegevens van de geldlener laat de bank hier berekening op los. Hoe hoger de PD hoe hoger het kapitaal dat de bank in eigen vermogen moet houden.

¹ De bankenbelasting wordt geheven over de zogenoemde ongedekte schulden van banken. De ongedekte schulden van een bank blijven over na aftrek van onder meer het kapitaal (eigen vermogen) en gedekte deposito's (geld dat bij de bank in bewaring is gegeven) onder het depositogarantiestelsel. De bankenbelasting geldt voor alle bancaire instellingen die in Nederland actief zijn. De bankenbelasting stimuleert banken om langlopende financieringen aan te gaan in plaats van kortlopende financieringen. Kortlopende financieringen (met voor banken aantrekkelijke lage rentes) hebben tijdens de kredietcrisis voor liquiditeitsproblemen bij banken gezorgd, waardoor overheidssteun nodig was. In de bankenbelasting is een maatregel opgenomen die beoogt excessieve variabele beloningen (bonussen) van bestuurders van banken te matigen. Deze maatregel moet het vertrouwen in de bancaire sector verder vergroten (Bron: Rijksoverheid).

- **Loss Given Default (LGD):** het verlies dat een bank moet afboeken indien een debiteur betalingsmoeilijkheden heeft. De berekening hiervan wordt gemaakt op basis van gestandaardiseerde waarden.
- **Exposure At Default (AED):** de omvang van de vordering, welke ook is gestandaardiseerd.

Voorbeeld I: stel een MKB onderneming wil EUR 5 mln. lenen, dit is in principe het EAD, en dat het kredietrisico (PD) is geschat op 2% en de LGD op 60%. Dan is het EL (Expected Loss) $5.000.000 \times 2\% \times 60\% =$ EUR 60.000,-. Dit heeft een verhoging van kapitaalbeslag tot gevolg.

Voorbeeld II: stel een investering in obligaties uitgegeven door een multinational met een uitstekende rating (AA- of beter), dit zou onder Basel II leiden tot een kapitaalbeslag van 1,6% ($20\% \times 8\%$). Terwijl de bank van de risicovolle lening aan de laag gewaardeerde onderneming (BB- of lager) 12% ($150\% \times 8\%$) met eigen vermogen zou moeten financieren.

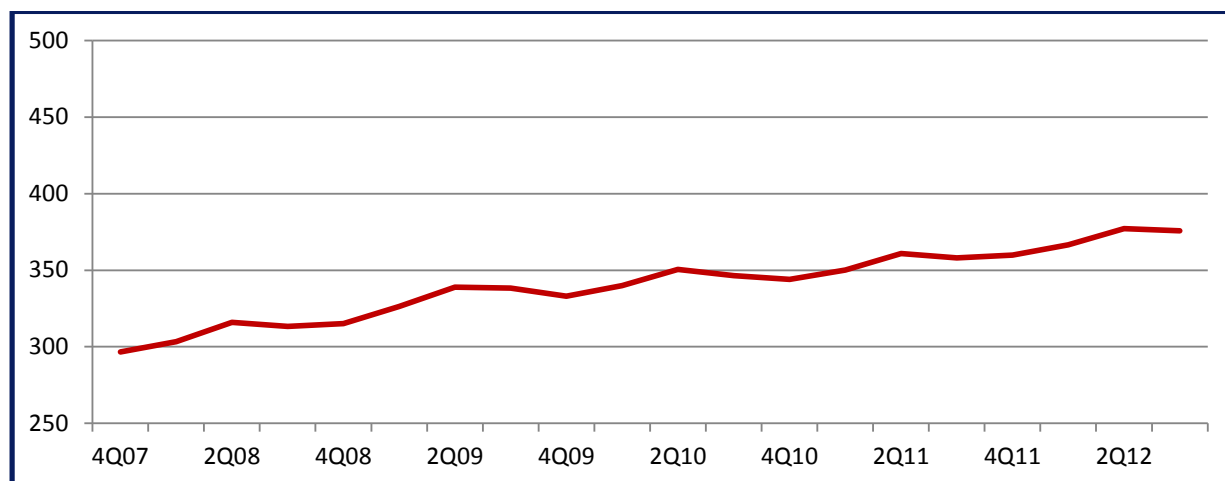
Samengevat stelt Basel III onderstaande strengere kapitaal eisen (t.o.v. Basel II):

1. Hogere minimumkapitaaleisen en extra buffers
2. Strengere eisen aan kwaliteit van kapitaal
3. Extra kapitaalseis voor systeembanken
4. Niet risico gewogen leverage ratio
5. Liquiditeitseisen

In het kader van Solvency II zullen ook de kapitaalseisen voor **(levens-) verzekeraars** worden aangescherpt, wat van invloed zal zijn op aandelen- en vastgoedbeleggingen. Aangezien verzekeraars niet direct betrokken zijn bij de financiering van het MKB (mogelijk in de toekomst wel via MKB-Obligaties) valt dit onderdeel buiten het kader van dit thema rapport.

Appendix II | Overzicht spaargeld en deposito's bij Nederlandse huishoudens en institutionele beleggingen

Overzichten afkomstig van De Nederlandsche Bank en het Centraal Bureau voor de Statistiek.



Figuur 7: Groeiontwikkeling spaargelden en deposito's van Nederlandse huishoudens in miljarden euro's (Bron: DNB)

<i>in EUR mrd</i>	Totaal	Direct vastgoed	Aandelen*	Obligaties	Hypotheken	Lange leningen	Overige**
2008	1043.9	48.0	361.2	422.7	34.4	38.6	138.8
2009	1385.2	45.7	684.3	462.7	37.4	37.4	117.7
2010	1511.2	46.8	790.4	471.5	40.8	42.3	119.4
2011	1607.6	46.6	800.6	516.0	46.6	33.8	164.0
2012 -jun	1710.4						

*) aandelen, aandelen in indirect vastgoed en deelnemingen (in Private Equity, etc.)

**) chartaal, giraal geld, deposito's op korte termijn en financiële derivaten

Tabel 2: Ontwikkeling institutionele beleggingen door pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen in miljarden euro's (Bron: DNB en CBS)

Appendix III | 8% CE Credit Management Obligaties 2012-2017

Naam van de effecten:	8% senior geselecteerde, winstdelende Obligaties CE Credit Management B.V.
Uitgevende Instelling:	CE Credit Management B.V.
Stichting Obligatiehouders:	De Stichting Obligatiehouders vervult in het kader van de Obligaties een belangrijke rol voor de Obligatiehouders. De Stichting treedt op voor en namens de Obligatiehouders, is zekerheidsagent in het kader van de Obligatielening en behartigt de gezamenlijke belangen van de Obligatiehouders. Als zekerheidsagent is de Stichting Obligatiehouders de begunstigde van de voor en ten behoeve van de Obligatiehouders gehouden Zekerheden en heeft zij het exclusieve recht deze Zekerheden uit te winnen. Obligatiehouders kunnen geen eigen, individuele vorderingsrechten en/of rechtstreekse acties jegens de Uitgevende Instelling instellen. De Stichting Obligatiehouders zal naar eigen goeddunken – doch te allen tijde met inachtneming van de belangen van de Obligatiehouders – over de rechten van die Obligatiehouders onder de Obligatievoorwaarden, kunnen beschikken.
Obligatievoorwaarden:	De Obligaties worden uitgegeven onder de Obligatievoorwaarden, welke in samenhang met het bepaalde in de Trustakte moeten worden gelezen.
ISIN code:	NL0010187837
Valuta:	€ (euro)
Omvang uitgifte:	maximaal € 10.000.000, - (10.000 Obligaties).
Nominale waarde per Obligatie:	€ 1.000, - (fracties zijn niet toegestaan).
Looptijd:	De Looptijd van de Obligaties bedraagt maximaal vijf (5) jaar, voor alle Obligaties (ongeacht Relevante Uitgiftedatum) te rekenen vanaf de Aanvangsdatum, met dien verstande dat de Uitgevende Instelling het recht heeft om – onder de bepalingen van de Obligatievoorwaarden – tot Vervroegde Gedeeltelijke Aflossing over te gaan.
Inschrijving:	Er geldt een minimale inschrijving van € 5.000, - (zijnde 5 Obligaties). Inschrijving op de Obligaties is doorlopend mogelijk vanaf de datum van het Prospectus tot het moment van bereiken van de totale nominale waarde van de Obligatielening.
Uitgifteprijs per Obligatie:	€ 1.000, -

Rente en betaalbaarstelling:	8% per jaar, welke Rente in beginsel halfjaarlijks achteraf betaalbaar gesteld wordt. De Uitgevende Instelling kan gedurende de Looptijd drie (3) keer de betalingsverplichting ter zake van de Rente opschorten, met inachtneming van de Obligatievoorwaarden.
Winstrecht	De Obligatiehouders zijn – ongeacht Relevante Uitgiftedatum - aan het einde van de Looptijd gerechtigd tot uitkering van een Winstrecht van 2% per jaar over het aan het einde van de Looptijd alsdan nominaal uitstaande bedrag van de Obligaties indien en voor zover (a) de Uitgevende Instelling in de boekjaren gedurende de Looptijd een netto positief resultaat realiseert (netto resultaat i.e. derhalve na aftrek van Rente, Kosten Normale Bedrijfsuitoefening, belastingen en reservering van 2% Winstrecht), of; dat de Uitgevende Instelling aan het einde van de Looptijd cumulatief een netto resultaat genereert dat het beoogde Winstrecht – zijnde maximaal € 1 miljoen (2% van €10 miljoen * 5 jaar) bij geen Vervroegde Gedeeltelijke Aflossing en minimaal € 700.000 (2% van €7 miljoen * 5 jaar) bij volledige Vervroegde Gedeeltelijke Aflossing – kan worden uitbetaald; en (b) de liquiditeitspositie van de Uitgevende Instelling zodanig is dat het Winstrecht voldaan kan worden. Het Winstrecht, voor zover van toepassing, zal aan de Obligatiehouders worden uitgekeerd in overeenstemming met het bepaalde in de Obligatievoorwaarden en de Trustakte. De Uitgevende Instelling zal gedurende de Looptijd bedragen te harer discretie reserveren teneinde de Uitgevende Instelling in staat te stellen haar verplichtingen jegens de Obligatiehouders onder het Winstrecht te kunnen nakomen.
Vervroegde Gedeeltelijke Aflossing:	De Uitgevende Instelling heeft vanaf het derde (3e) jaar, voor alle Obligaties (ongeacht Relevante Uitgiftedatum) te rekenen vanaf de Aanvangsdatum, het recht om de Obligaties in het tweede kalenderhalfjaar gedeeltelijk tot een maximum van € 1.500.000, - per jaar vervroegd af te lossen (Vervroegde Gedeeltelijke Aflossing). Vindt Vervroegde Gedeeltelijke Aflossing plaats in het tweede kalenderhalfjaar van het derde (3e) jaar na de Aanvangsdatum, dan dient de Uitgevende Instelling over het af te lossen bedrag een boete van 2,5% te betalen. Vindt Vervroegde Gedeeltelijke Aflossing plaats in het in het tweede kalenderhalfjaar van het vierde (4e) jaar na de Aanvangsdatum, dan dient de Uitgevende Instelling over het af te lossen bedrag een boete van 1,5% te betalen. Vervroegde Gedeeltelijke Aflossing geschiedt op pro rata parte basis (en verder overeenkomstig het daaromtrent bepaalde in de Obligatievoorwaarden).
Zekerheden:	Er worden twee zekerheden gevestigd in het kader van de Obligatielening: (i) een stil pandrecht, eerste in rang, (bij voorbaat) te vestigen door de Uitgevende Instelling ten gunste van de Stichting Obligatiehouders op alle huidige- en toekomstige vorderingen van de Uitgevende Instelling op derden uit hoofde van de Debiteurenportefeuilles; en (ii) een openbaar pandrecht, eerste in rang, te vestigen door de Uitgevende Instelling ten gunste van de

Stichting Obligatiehouders op de Bankrekening. Deze zekerheidsrechten zullen worden gevestigd bij afzonderlijke onderhandse pandakte(s), in de vorm zoals opgenomen in de Bijlagen bij het Prospectus.

Rangorde:

Obligatiehouders zijn ten minste van gelijke rang ten opzichte van alle huidige en toekomstige concurrente schuldeisers van de Uitgevende Instelling. De Uitgevende Instelling zal geen bankfinanciering aantrekken. De verplichtingen van de Uitgevende Instelling jegens de Obligatiehouders onder de Obligatielening zijn derhalve nimmer (en zullen niet zijn) achtergesteld bij andere verplichtingen van de Uitgevende Instelling.

NYSE Alternext (Amsterdam):

Er is een aanvraag ingediend voor toelating van de Obligaties tot de handel op NYSE Alternext (Amsterdam), de niet-gereguleerde markt van NYSE Euronext voor kleine- en middelgrote ondernemingen in de zin van de Wft. De notering van de Obligaties wordt begeleid door de Lead Manager en Sponsor Keijser Capital N.V. Met de notering beoogt de Uitgevende Instelling de verhandelbaarheid (en daarmee: liquiditeit) van de Obligaties te vergroten. Voor meer informatie over de notering van de Obligaties aan NYSE Alternext (Amsterdam) wordt verwezen naar paragraaf 12.4 “Notering” van het Prospectus.

Verhandelbaarheid:

De Obligaties zullen onder toepassing van de Wge in girale vorm beschikbaar en leverbaar zijn, als aandelen in een girodepot of verzameldepot. De Uitgevende Instelling zal een Register (doen) houden waarin Euroclear Nederland, het centraal instituut in de zin van de Wge, zal worden opgenomen ten behoeve van de girale verhandelbaarheid van de Obligaties onder de Wge. Obligatiehouders kunnen de Obligaties in girale vorm houden op een bij Euroclear Nederland aangesloten instelling (als aandeel in een verzameldepot) of, in voorkomend geval, een effectenrekening bij Euroclear Nederland (als aandeel in een girodepot). Uitlevering in de zin van de Wge van de Obligaties is uitgesloten.

Toepasselijk recht:

Het Nederlandse recht is van toepassing op het Prospectus, Obligatievoorwaarden en Trustakte.

| Geraadpleegde literatuur en personen

Boeken en rapporten

Auer, M., von Pfoestl, G. (2012). *Basel III Handbook*. Accenture.

Braaksma, R., Smit, L., Verhoeven, W. (2012). *Financieringsmonitor topsectoren 2012*. Panteia EIM.

Braaksma, R., Smit, L. (2012). *Nieuwe financieringsvormen voor het MKB*. Panteia EIM.

Braaksma, R., Smit, L., Verhoeven, W. (2011). *Financieringsmonitor topsectoren 2011*. Panteia EIM.

Braaksma, R., Smit, L., Verhoeven, W. (2011). *Financieringsmonitor 2011: onderzoek naar de financiering van het Nederlandse bedrijfsleven*. Panteia EIM en PricewaterhouseCoopers.

De Nederlandsche Bank (2012). *Overzicht Financiële Stabiliteit Voorjaar 2012, nr. 15*. De Nederlandsche Bank, Amsterdam.

Boot, A.W.A., Duffhues, P.J.W., Kuiper, J., Molenaar, T., van de Poel, J.H.R., Roosenboom, P., Rottinghuis, E.M., Swaan, T., Verdiesen, C.M., Vermaas, C. (2011). *Naar een gezonde basis: bedrijfsfinanciering na de crisis*. Advies van de expertgroep bedrijfsfinanciering in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie.

Duffhues, P.J.W., Roosenboom, P. (2011). *Ondernemingsfinanciering nu en in de toekomst*. Advies van de expertgroep bedrijfsfinanciering in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie.

Websites

www.dnb.nl

www.cbs.nl

www.nvp.nl

www.fixed-income.org

<https://europeanequities.nyx.com/en/listings/listed-companies/bond-issues-for-sme>

Interviews

Interview met de heer F.J.A. Witt CRA van Witt Rating Advisory, oktober 2012.

| Contact

Nico van Geest

Nico van Geest (Register Beleggingsanalist, RBA) is sinds 1978 werkzaam in de financiële wereld en sedert 1985 als analist binnen het effectenbedrijf. Sinds 2007 is Nico werkzaam als Hoofd Research bij Keijser Capital en mede verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid binnen Vermogensbeheer.

Voordat Nico bij Keijser Capital in dienst trad werkte hij onder meer bij Credit Suisse First Boston (Vice-President Research), SNS Securities (Head of Research) en Theodoor Gilissen (Head of Research).

@ Nico.vangeest@keijsercapital.nl
T 020-531 2147

Tim de Rooij

Tim de Rooij (MSc Financial Management, Nyenrode) is sinds 2011 werkzaam als Analist bij Keijser Capital. Tijdens zijn studie deed hij via stages onder andere ervaring op bij Friesland Bank Investments (Private Equity) en TomTom (Investor Relations).

Binnen Keijser Capital is Tim voornamelijk actief met transacties die vallen onder MKB Advies & -Financiering, zoals de uitgifte van beursgenoteerde MKB-Obligaties.

@ Tim.derooij@keijsercapital.nl
T 020-531 2145

Over Keijser Capital

Keijser Capital is ruim 100 jaar actief als onafhankelijke financiële instelling en onderscheidt zich in deze markt door haar onafhankelijkheid aan te wenden ten gunste van haar klanten. Het onafhankelijke karakter biedt de ruimte om klanten dienstverlening op maat te kunnen bieden en stimuleert het ontplooiën van (beleggings)ideeën en ontwikkelen van innovatieve financieringsoplossingen. Op basis van deze visie biedt Keijser Capital de volgende diensten aan: **Vermogensbeheer**, **MKB Advies & -Financiering** en **Effectenhandel**. Deze activiteiten worden ondersteund door onze afdeling **Research**.

Als middelgroot huis heeft Keijser Capital specifieke expertise op het gebied van **obligaties** en financieringsoplossingen voor het **MKB**. Ook is Keijser Capital Asset Management beheerder van het beursgenoteerde **Add Value Fund**, een fonds dat belegt in beursgenoteerde MKB ondernemingen (Small- en Midcaps).

Keijser Capital staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en beschikt over alle vergunningen om genoemde diensten te mogen uitvoeren. Onze vermogensadviseurs- en beheerders zijn daarnaast DSI geregistreerd.

Copyright © 2013 Keijser Capital
Alle rechten voorbehouden

Disclaimer

Deze publicatie is samengesteld door de researchafdeling van Keijser Capital. De in deze publicatie vermelde gegevens zijn ontleend aan door Keijser Capital betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk beschikbare en bekende informatie. Voor de juistheid en volledigheid van de genoemde feiten, gegevens, meningen, verwachtingen en uitkomsten daarvan kan Keijser Capital niet instaan. Keijser Capital geeft geen garantie of verklaring omtrent genoemde juistheid en volledigheid. Keijser Capital aanvaardt dan ook geen aansprakelijkheid voor schade die het gevolg is van de onjuistheid en/of onvolledigheid van bedoelde informatie. De inhoud van deze publicatie is generiek van aard en houdt derhalve geen rekening met de specifieke beleggings-doelstellingen, de persoonlijke financiële situatie en persoonlijke behoeftes van de ontvanger. De ontvanger mag de inhoud van deze publicatie dan ook niet aanmerken als een persoonlijk advies.

Keijser Capital N.V.
Keizersgracht 410
1016 GC Amsterdam

www.keijsercapital.nl

Keijser Capital N.V.
Keizersgracht 410
1016 GC Amsterdam

www.keijsercapital.nl