

Obligatiefinanciering als alternatief voor bancair krediet

In Nederland lijkt ruimte te bestaan voor meer obligatiefinanciering van bedrijven. Tegen de achtergrond van verscherpte bankregelgeving biedt dit een alternatief voor bancair krediet, vooral bij een aantrekkende economie. Meer obligatiefinanciering kan er echter ook toe leiden dat kredietrisico's voor banken toenemen. Betere risicodifferentiatie en -beprijzing door banken kunnen dit voor een groot deel ondervangen.

Sinds het uitbreken van de kredietcrisis bestaat de angst dat banken de kredietkraan voor bedrijven dichtdraaien. Deze vrees blijkt onder meer uit een hoorzitting van de Tweede Kamer over deze kwestie op 23 april 2009 en diverse uitingen van de werkgeversorganisaties MKB Nederland (2010) en VNO-NCW (2010a; 2010b). Aanvankelijk was deze angst ingegeven door twijfels over de toereikendheid van de kapitaal- en liquiditeitsbuffers van banken om nieuwe kredieten te verstrekken. Door tijdens de crisis in te teren op de aanwezige buffers zouden banken niet in staat zijn om de kredietverstrekking op peil te houden. Mede om de kredietverleningsfunctie te waarborgen heeft de Nederlandse staat steunmaatregelen ingesteld. Vooralsnog bieden de statistieken onvoldoende grond voor knelpunten in de kredietverlening. De jaar-op-jaargroei in de zakelijke kredietverlening is de afgelopen zes jaar steeds positief geweest (figuur 1). Sinds de zomer van 2009 bedraagt de zakelijke kredietgroei vier procent op jaarbasis (DNB, 2010). Ook van het interen op bedrijfsdeposito's, een tweede indicator voor knelpunten in de kredietverlening, is nauwelijks sprake. Een derde indicator van knellende bancaire financiering is de mate waarin alternatieve financieringsbronnen, zoals obligatiefinanciering, door bedrijven worden benut. Aangezien obligatiefinanciering in Nederland relatief weinig wordt gebruikt, lijkt de bancaire kredietverlening op dit moment nog voldoende op peil. De vraag is echter of dit ook geldt voor de toekomst.

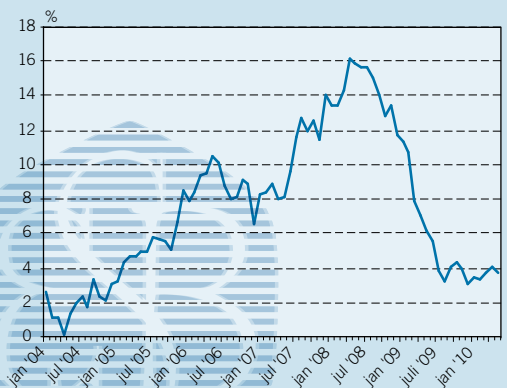
Effecten van nieuwe regelgeving

Belangenorganisaties van banken zoals het Institute of International Finance (IIF) stellen dat de verwachte balansherstructurering in het bankwezen, ondermeer door strengere regelgeving, de kredietverstrekking zou kunnen schaden (IIF, 2010). De wijzigingen in het Baselse raamwerk, Basel III, leiden volgens hen tot relatief duurder bankkrediet. De bankbalans zal uit hogere en kwalitatief betere kapitaalbuffers moeten bestaan dan voorheen. Hierdoor vermindert het relatieve aandeel van vreemdvermogenfinanciering

en dus de mate waarin banken hun rentekosten kunnen aftrekken van hun brutowinsten. Deze hogere kosten zullen banken tot op zekere hoogte doorberekenen in de kredietrentes; dit hangt af van concurrentie tussen banken. Op de langere termijn zorgen de toegenomen buffers echter ook voor meer stabiliteit. Kapitaalverschaffers lopen in dat geval minder risico, wat tot uiting kan komen in lagere kosten per eenheid bankkapitaal (Baselse Comité van Banktoezichthouders, 2010). De schattingen over de precieze effecten van nieuwe regelgeving lopen uiteen. Zo verwacht het IIF een gemiddeld 1,3 procentpunt lagere jaarlijkse kredietgroei en een gemiddelde stijging van de kredietrente met 0,97 procentpunt over de periode 2011–2020 bij een stijging van de kapitaalratio met 1,8 procentpunt, in vergelijking met het basispad. Dit resulteert in een gemiddeld 0,5 procentpunt lagere jaarlijkse economische groei. Volgens het Baselse Comité (2010) nemen door de strengere regelgeving voor iedere 1 procentpunt stijging in de kapitaalratio de kredietrentes toe met 0,15 procentpunt en zal de economische groei met 0,15 procentpunt afnemen in vergelijking met het basispad bij een infaseringperiode van vier jaar; het leenvolume zou verhoudingsgewijs 1,9 procentpunt lager zijn na invoering van nieuwe regelgeving. Ongeacht de precieze omvang van de effecten wijzen beide analyses uit dat de lagere economische groei voornamelijk verklaard kan worden door minder bedrijfsinvesteringen als gevolg van veranderde kredietomstandigheden. Gegeven deze omstandigheden ligt het voor de hand dat, bedrijven, ook in Nederland, zich meer gaan oriënteren op alternatieve financieringsbronnen. Op het moment

Figuur 1

Zakelijke kredietgroei jaar-op-jaar (in procenten).



Bron: DNB DS 1916

FRED A. WOUTERS
Beleidsmedewerker bij De
Nederlandsche Bank

PAUL SCHILP
Beleidsmedewerker bij De
Nederlandsche Bank

dat de economie weer aantrekt en de kredietvraag van bedrijven weer toeneemt, kunnen bedrijven zich bijvoorbeeld meer via obligaties financieren.

Obligatiefinanciering als alternatief

In de literatuur wordt uitgebreid ingegaan op de verschillen tussen door banken gedomineerde financiële systemen zoals onder meer Duitsland en Japan, en door de markt gedomineerde financiële systemen zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Centraal staat de vraag welk systeem beter in staat is om groeiende economieën te ondersteunen en kapitaal efficiënt te alloceren. Hoewel discussie bestaat over de optimale verhouding tussen het bankwezen en de kapitaalmarkt, wordt algemeen erkend dat een zekere mate van bancaire financiering in een economie wenselijk is. Banken zijn bijvoorbeeld beter in staat om de informatie-asymmetrie te verminderen: een bedrijf dat financiering nodig heeft zal om competitieve redenen eerder geneigd zijn informatie aan de bank te verschaffen dan aan de markt openbaar te maken. Daarnaast kunnen banken hun controlerol beter uitvoeren dan obligatiehouders, omdat zij niet geconfronteerd worden met het probleem van liftersgedrag; alle vergaarde informatie blijft privaat. Ook zullen banken sneller en tegen relatief gunstige voorwaarden krediet aan nieuwe bedrijven verstrekken; een bank verdient immers vaak aan de langetermijnrelatie die zij met het bedrijf opbouwt. Obligatiehouders hebben er belang bij dat een bedrijf mede door een bank wordt gemonitord, omdat hier het signaal van uitgaat dat deze bedrijven kredietwaardig zijn. Banken kunnen tegelijkertijd ook verdienen aan directe marktfinanciering door bijvoorbeeld optionele kredietlijnen te verlenen bij de uitgifte van obligaties door een bedrijf, ook wel bekend als complementair krediet, en door de begeleiding van obligatie-uitgiftes waaronder de marketing, advisering en verschaffing van een emissiegarantie (Boot en Marinč, 2008). In de praktijk zijn bancaire en obligatiefinanciering dus afhankelijk van elkaar.

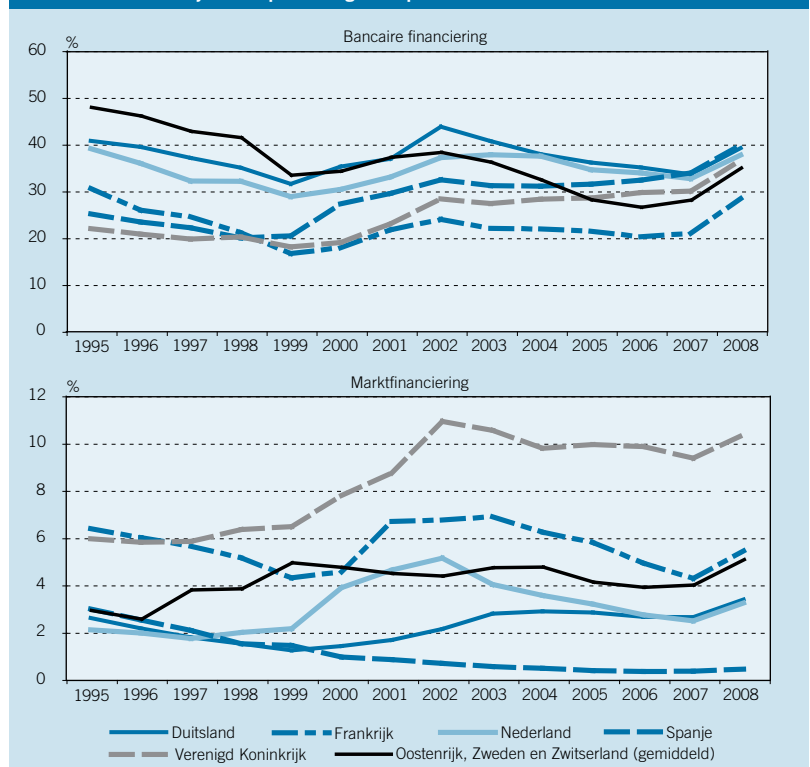
Internationale verschillen

Nederlandse niet-financiële bedrijven bedienen zich over het algemeen minder van obligatiefinanciering dan Amerikaanse en veel Europese bedrijven. Uit Amerikaanse data blijkt dat bedrijven in 2009 voor circa dertig procent worden gefinancierd door obligaties (Turner, 2010). Figuur 2 laat zien dat dit percentage in Nederland en de rest van Europa aanzienlijk lager is. De mate van obligatiefinanciering varieert echter sterk binnen Europa: van 0,2 procent van de passiva van niet-financiële bedrijven in Spanje tot tien procent in het Verenigd Koninkrijk in 2008. De verschillen tussen Europese landen en de Verenigde Staten hangen samen met specifieke factoren die het aanbod van en de vraag naar obligatiefinanciering beïnvloeden. Hierbij kan gedacht worden aan de omvang van het midden- en kleinbedrijf (mkb), de grootte van het land en de toegang tot de

kapitaalmarkt (Beck en Demirgüç-Kunt, 2006). Een relatief groot mkb wordt in de literatuur genoemd als belangrijke oorzaak van een overwegend bancaire systeem (Berger en Udell, 2002). Dit blijkt ook uit Nederlandse gegevens: 87 procent van de Nederlandse mkb-bedrijven was in 2008 afhankelijk van een of meerdere bankleningen, tegen 38 procent van het totale Nederlandse bedrijfsleven (Smit en Van der Valk, 2010). Bij een obligatie-uitgifte zijn met een prospectus, kredietbeoordeling en emissiegarantie of onderhandse plaatsing immers aanzienlijke vaste kosten gemoeid, die vaak niet goed in verhouding staan tot de relatief geringe financieringsbehoefte van midden- en kleinbedrijven. De grootte van een land is een indicator voor de omvang en diepte van een kapitaalmarkt. Dit is van invloed op de liquiditeitspremie waartegen obligaties geplaatst en verhandeld kunnen worden. De toegang tot de kapitaalmarkt wordt voor een groot deel bepaald door institutionele factoren zoals wetgeving en marktstructuren. De grote verschillen tussen Europese landen onderling kunnen echter minder goed verklaard worden door bovenstaande factoren, vooral als men kleine Europese landen met elkaar vergelijkt. Ondanks de observatie dat het Nederlandse mkb een vergelijkbaar of kleiner gedeelte van de totale beroepsbevolking werk verschafft dan in andere kleine landen (tabel 1), kent in ieder geval een aantal van deze kleine landen een meer marktgebaseerde kredietverlening. Zo verschafft het mkb in Nederland circa 61 procent van de totale beroepsbevolking werk, tegen 66 procent in Oostenrijk, 61 procent in Zweden en 75 procent in Zwitserland. Voor de overige kleine eurolanden zijn via Eurostat geen data beschikbaar over hun financiële rekeningen of slechts over een zeer beperkt aantal jaren. In Oostenrijk, Zweden en Zwitserland beslaat obligatiefinanciering circa vier tot zes procent van de passiva van bedrijven, tegen drie procent in Nederland. Op basis van deze beperkte groep landen lijkt er in Nederland dus ruimte te bestaan voor meer obligatiefinanciering. A priori zijn namelijk geen duidelijke redenen aan te wijzen waarom Nederland minder obligatiefinanciering zou kennen dan andere kleine landen, in tegendeel zelfs. Uit vergelijking van de obligatiefinanciering met landen als de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, blijkt een veel groter potentieel te bestaan. Hoewel Nederland veel kleiner is, zorgt deelname aan het eurosysteem voor een brede toegankelijkheid van Nederlandse bedrijven

Figuur 2

Bancaire financiering versus marktfinanciering bij niet-financiële bedrijven als percentage van passiva.



Bron: Eurostat financiële rekeningen

Tabel 1

Belang van mkb in verschillende Europese landen.

Land	Werkgelegenheid Mkb als percentage bedrijven met minder dan 250 werknemers	Werkgelegenheid Mkb als percentage volgens nationale definitie	Bruto nationaal product (in miljard euro)
Kleine Europese landen			
België	69	69	276
Finland	59	59	145
Ierland	67	72	140
Nederland	61	59	477
Oostenrijk	66	66	223
Portugal	80	82	143
Zweden	61	57	279
Zwitserland	-	75	288
Grote Europese landen			
Duitsland	60	70	2.164
Frankrijk	67	63	1.594
Italië	80	73	1.335
Spanje	80	75	783
Verenigd Koninkrijk	56	56	1.647

Bron: Beck et al., 2002

tot de omvangrijke euro-obligatiemarkt. Dit kan verdere obligatiefinanciering faciliteren, in tegenstelling tot niet-eurolanden zoals Zwitserland en Zweden. Tot slot zijn er ook internationale trends die meer obligatiefinanciering faciliteren. Zo hebben het toenemend belang van kredietbeoordelaars en een betere toegankelijkheid en kwaliteit van kredietregisters de informatie-asymmetrie verminderd. Investerders zijn hierdoor steeds meer geneigd zonder tussenkomst van een bank krediet te verlenen.

Gevolgen voor de bankbalans

Toenemende obligatiefinanciering van Nederlandse bedrijven kan ervoor zorgen dat het kredietrisicoprofiel van Nederlandse banken verslechtert. Relatief gezonde bedrijven zullen eerder geneigd zijn om zich via de markt te financieren, omdat ze in tegenstelling tot meer risicovolle bedrijven beschikken over een goede krediethistorie. Door deze krediethistorie aan de markt openbaar te maken, kunnen zij een lagere rente bedingen. De kredietportefeuille van banken zal dus verhoudingsgewijs meer risicovolle bedrijven bevatten dan voorheen. Banken zullen deze bedrijven naar verwachting niet perfect monitoren omdat het voor hen relatief kostbaar is om de precieze risico's van elk bedrijf te kennen. Als gevolg hiervan zijn banken geneigd om een gemiddeld hogere kredietrente te vragen ter compensatie van de toegenomen risico's op de balans. Op hun beurt lokken gemiddeld hogere kredietrentes risicovoller gedrag uit bij bedrijven, bij wijze van moreel risico. Immers, het rendement op investeringen met geleend geld dient hoger te zijn om te compenseren voor de hogere kredietrente. Dit heeft tot gevolg dat projecten met een lager rendement, en wellicht minder risico, niet worden aangegaan (Stiglitz en Weiss, 1981). Toch kunnen banken dit verslechterde gemiddelde kredietrisicoprofiel compenseren door middel van een betere monitoring. Als banken zich richten op het monitoren van meer risicovolle segmenten en hun risicomangement daarop instellen, kan het probleem van perverse selectie deels worden ondervangen. Dit vereist zowel een goede differentiatie tussen risico's als een adequate beprijzing. In het marktgebaseerde systeem van de Verenigde Staten is al sprake van een dergelijke situatie, aangezien banken daar een hogere rentemarge bedingen die hen compenseert voor het hogere risico. Zo is de rentemarge van Amerikaanse banken twee tot vier keer hoger dan bij Europese banken (Bloomberg, 2010). Dit verschil kan niet direct verklaard worden door gebrekkige concurrentie in de Amerikaanse bankensector. Zo laten Allen en Gale (2001) en Bos et al. (2009) zien dat Amerikaanse banken juist sterker concurreren dan Europese banken.

Tot slot

Verdere Europese financiële integratie, bijvoorbeeld ten aanzien van harmonisatie van nationale gedekte obligatiewetgeving, kan markten voor gedekte obligatieleningen in Europa dieper maken en daarbij de mogelijkheid om dit soort leningen te plaatsen vergroten. Door het relatief beperkte mkb, de brede toegankelijkheid tot de kapitaalmarkt en deelname aan het eurosysteem lijkt er voor het Nederlandse bedrijfsleven ruimte te bestaan om zich meer via de markt te laten financieren. Hoewel op dit moment geen bewijs bestaat voor knelpunten in de kredietverlening, zullen bedrijven bij een aantrekkende economie in combinatie met de infasering van nieuwe regelgeving gebruik willen maken van dit potentieel. In dat geval zullen banken de ontwikkelingen in hun kredietportefeuille goed moeten monitoren en eventuele toenemende risico's adequaat moeten beprijzen.

LITERATUUR

- Allen, F. en D. Gale (2001) *Comparing financial systems*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Baselse Comité van Banktoezichthouders (2010) *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirement*. Basel: Bank for International Settlements.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt en R. Levine (2002) Small and medium enterprises, growth and poverty: cross-country evidence. *World Bank Policy Research Working Paper Series*, 3178.
- Beck, T. en A. Demirgüç-Kunt (2006) Small and medium-size enterprises: access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2931-2943.
- Berger, A.N. en G.F. Udell (2002) Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organizational structure. *The Economic Journal*, 111(477), F17-F31.
- Bloomberg (2010) *Marketdata*. gegevens op www.bloomberg.com, 9 juli.
- Boot, A.W.A. en M. Marinč (2008) The evolving landscape of banking. *Industrial and Corporate Change*, 17(6), 1173-1203.
- Bos, J.W.B., P.C. van Santen en P. Schilp (2009) Reallocating profits in restructuring industries: evidence from European and US banking. *Utrecht School of Economics Working Papers*, 09(12).
- DNB (2010) Kwartaalbericht maart. *Kwartaalbericht*, maart.
- Smit, C. en P. van der Valk (2010) *Financieringsmonitor MKB*. Zoetermeer: EIM.
- IF (2010) *Interim report on the cumulative impact on the global economy of proposal changes in the banking regulatory framework*. Washington, D.C.: The Institute of International Finance.
- Washington, D.C.: The Institute of International Finance.
- MKB Nederland (2010) *MKB-Nederland wil kredietstop voorkomen*. Nieuwsbericht op www.mkb.nl, 10 januari.
- Stiglitz, J.E. en A. Weiss (1981) Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Turner, A. (2010) *What do banks do? What should they do?* CASS Business School presentatie, 17 maart.
- VNO-NCW (2010a) *Kredietgaranties blijven nodig*. Nieuwsbericht op vno-ncw.nl, 3 juni.
- VNO-NCW (2010b) *Kredietregeling houdt financieringskraan open*. Nieuwsbericht op vno-ncw.nl, 13 augustus.