

# Financiële infrastructuur en de onderhandse leenmarkt

Auteur

Piet Duffhues'

## Inleiding

Dit artikel onderzoekt hoe onderhandse leningen kunnen bijdragen aan de financiële infrastructuur van Nederland. Dat debat is in gang gezet door de dramatische ontwikkelingen in het Nederlandse financiële landschap sinds 2007 tot op heden, onder andere verwoord in het rapport van de Commissie-De Swaan dat door een expertgroep in juni 2011 is uitgebracht aan de Minister van Economische Zaken, Landbouw & Innovatie (Expertgroep Bedrijfsfinanciering, 2011). Het demasqué van het Nederlandse financiële landschap kent vele aspecten die hier niet worden herhaald. Belangrijk is vast te stellen dat het bedrijfsleven niet mag worden gehinderd in waardecreërende investeringen als gevolg van tekortschietend aanbod van leenkapitaal. Recent Amerikaans onderzoek toont aan dat kleine ondernemingen die kampen met kredietbeperkende maatregelen in de periode 2004-2008 eerder ten onder gingen dan andere ondernemingen voor wie die beperkingen niet golden (Mach en Wolken, 2012). Toch is dit risico substantieel. Dit artikel spitst zich toe op de vraag naar de zin van een mogelijke heropleving van de markt voor leenkapitaal, in het bijzonder onderhandse leningen in Nederland voor ondernemingen. Deze markt is min of meer geruisloos verdwenen sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw. Jongman (1970) heeft nog een lofwaardige poging gedaan de teruggang van deze deelmarkt van de kapitaalmarkt te verklaren en suggesties voor een betere werking aan te reiken. Onlangs heeft ook institutioneel belegger Gast (2011) die verbonden is aan Delta Lloyd zich uitgesproken over de gang van zaken op deze leenmarkt. Zowel de Commissie de Swaan als Gast staan in beginsel sympathiek tegenover het idee om de onderhandse leenmarkt indien mogelijk te revitaliseren.

## De potentiële bijdrage van de onderhandse leenmarkt aan de optimale vermogensstructuur van ondernemingen

In de onderhandse leenmarkt die ook in Nederland tot ver in de vorige eeuw floreerde, verstrekten institutionele beleggers zoals verzekeraars en pensioenfondsen, vastrentende leningen aan ondernemingen en organisaties, naast de van banken afkomstige kredietenleningen. Het ging daarbij om leningen aan ondernemingen op middellange en

lange termijn. Daarbij moet worden gedacht aan looptijden van 5 tot 20 jaar. Voor ondernemingen die geen toegang hadden tot de open kapitaalmarkt was deze markt een zegen omdat de investeringsactiviteiten daarmee ongestoord konden plaats vinden. Ratings waren nauwelijks bekend maar ook niet vereist wat een groot voordeel was.

De neergang van de onderhandse leenmarkt sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw is nauwelijks onderzocht. Veel niet-beursgenoteerde ondernemingen hebben als gevolg van deze neergang een verschaald aanbod van middellang en langlopend leenvermogen moeten ervaren. De openbare leenmarkt was niet bereikbaar; de onderhandse leenmarkt verdween naar de achtergrond. De vraag is wat hiervan de oorzaken waren. Verschillende factoren kunnen hierbij een rol hebben gespeeld. Daartoe behoren een mogelijke verdringing door de publieke leenmarkt, de opkomst van de junk bond markt, een mogelijk verminderd belang van directe contacten tussen geldnemer en geldgevers, de golf van securitiseringstransacties, de teloorgang van financiële kennis bij institutionele beleggers en verhoogde reguleringseisen ten aanzien van verzekeraars. De rol van verzekeraars en andere professionele beleggers kan onder invloed van deze factoren zijn veranderd waardoor de markt voor onderhandse leningen mogelijk gaandeweg is verschrompeld (Emerick & White, 1999). Deze factoren worden zeer in het kort besproken.

### De publieke leenmarkt

Als de publieke leenmarkt zich gunstiger en welwillender zou hebben opgesteld als aanbieder van middellang en lang leenvermogen zou dit de neergang van de onderhandse markt mee kunnen helpen verklaren. Dit zou wijzen op verdringing van de onderhandse markt door de publieke markt. Dit lijkt in Nederland niet het geval te zijn geweest. Van een nationale openbare obligatiemarkt is in ons land nauwelijks nog sprake tenzij het gevestigde beursondernemingen betreft.

### De junkbondmarkt

Opkomst van de markt voor junkbonds is weliswaar imposant geweest ook in Europa maar is geen substituuut voor ondernemingen die weliswaar behoefte hebben aan leenvermogen maar niet als junkbond aanbieders kwalificeren. Daarmee is de opkomst van de junkbondmarkt geen betekenisvolle

verklaring voor de neergang van de onderhandse leenmarkt.

#### *Verminderd belang van rechtstreekse contacten*

Als emittenten directe contacten met financiers minder belangrijk achten, is er aanleiding om te denken dat zich een publieke markt zal ontwikkelen tot schade van de onderhandse markt. Die groei van een publieke markt is er niet gekomen (zie hiernaast) maar de behoefte aan directe contacten met professionele beleggers in leningen is zo lijkt het onverminderd aanwezig. Van verminderd belang van rechtstreekse contacten lijkt geen sprake te zijn geweest sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw. Dit te meer omdat het aanhouden van directe relaties door een onderneming met een kern van institutionele beleggers – naast de aandelenmarkt ook op de leenmarkt – voor beide partijen van grote waarde kan zijn.

#### *De opkomst van securitisatie van leningen*

Het effectiseringsproces van leenvorderingen dat in de voorbije decennia snel in betekenis is toegenomen heeft als nevenproduct gehad dat het belang van het aanhouden van directe relaties met de oorspronkelijke emittenten van de desbetreffende leningen in sterke mate is afgenomen. De anonimiteit van de leningvragers bij partijen die in zogenaamde *Special Purpose Vehicles* (SPV) entiteiten beleggen is hierdoor drastisch toegenomen. Daarmee is de afstand tussen geldvragers en aanbieders vergroot. Een belangrijk voordeel van het traditionele contact is daarmee verloren gegaan. Hieruit rijst het beeld op dat het securitiseringsproces van de laatste decennia een belangrijke bijdrage heeft geleverd aan de teloorgang van de onderhandse leenmarkt.

#### *Teloorgang van financiële kennis bij institutionele beleggers*

Een andere verklaring is dat institutionele beleggers in tegenstelling met het verdere verleden niet langer lijken te beschikken over de bekwaamheden om zelfstandig kredietrisico's van ondernemingen te beoordelen. De opkomst van rating instituten hebben deze taak in feite overgenomen. Deze hebben overigens wel kosten met zich meegebracht.

#### *Verzwaarde regulerings-eisen aan verzekeraars*

Denkbaar is zeker ook dat bijvoorbeeld verzekeraars als gevolg van scherpere regulerings-eisen minder gemakkelijk konden blijven voldoen aan de vraag naar middellang en lang vreemd vermogen van ondernemingen. Daarbij kan worden gedacht aan de eis bij vele institutionele beleggers gesteld aan het beleggingsteam dat niet mag worden belegd in leningen zonder de beschikbaarheid van een rating. Deze eis kan zijn voortgevloeid uit verzwaard intern toezicht op het beleggingsteam van institutionele beleggers. Onderhandse leningen vielen in het verleden dan al gauw af. Inmiddels is die situatie gewijzigd: ook onderhandse leningen kunnen een rating bezitten. Ook de Solvency II-regels zouden als representant van het externe toezicht uitsluitel



kunnen geven. Daarbij gaat het met name om de vraag of en zo ja in welke mate mag worden belegd in niet al te hoogwaardige leenvorderingen en welke eisen aan het eigen vermogen (de kapitaaleisen) van deze verzekeraars werden gesteld. Opschroeving van deze eisen impliceert dat er minder ruimte resteert om kleine en middelgrote ondernemingen tegen aanvaardbare kosten te voorzien van leningen.

### *Een directe relatie met een kern van institutionele beleggers is waardevol voor zowel onderneming en belegger*

Deze factoren vergen nader empirisch onderzoek om te kunnen vaststellen wat hun betekenis in het bijzonder in Nederland is geweest. Over het gewicht van deze vooral institutionele factoren bestaat op dit moment geen duidelijkheid. Vooruitkijkend blijft de vraag belangrijk wat theoretisch gezien de toegevoegde waarde van de markt voor onderhandse leningen zou kunnen zijn. Deze vraag staat centraal in de rest van dit artikel.

#### **De toegevoegde waarde van de onderhandse markt**

Een belangrijk kenmerk van onderhandse leningen is dat – zolang securitisering niet leidt tot vervreemding tussen geldnemer en geldgevers – de mate van informatieasymmetrie tussen geldnemer en geldgever aanzienlijk meer beperkt wordt dan met een publieke lening. Partijen weten veel meer van elkaar en kunnen gemakkelijker toezicht houden. Daardoor is het faillissementsrisico beperkter

doordat het faillissementsrisico beter kan worden ingeschat en de geldnemer beter kan worden gedisciplineerd. Dit superieure risicoprofiel voor de geldgevers tekent de kracht van deze markt die een publieke markt nooit kan opbrengen.

De opsomming van voordelen voor onderhandse leningen zijn voordelen voor zowel geldnemers als geldgevers. De geldgever hoeft niet noodzakelijkerwijs een hogere rente te ontvangen, maar wanneer daar een substantieel lager risico tegenover staat (bijvoorbeeld door adequate zekerheidsrechten en overige covenants te eisen), is dat geen probleem. Bankkrediet heeft vergelijkbare voordelen. Hieruit vloeit voort dat gemakkelijker en tijdiger inzicht ontstaat in de kwaliteit van de lening en in het waardeverloop van een lening als die eenmaal is afgesloten. Deze informatievoorsprong kan op rationele gronden leiden tot een relatief lagere rentes op de lening. Deze hoeven daardoor niet per se hoger te zijn dan van een publieke lening. Ook maken onderhands verstrekte leningen investeringen mogelijk die anders zouden moeten worden geannuleerd. Vooral in gevallen waarin de geldnemer weinig naamsbekendheid bezit en/of complexe investeringen op stapel heeft staan en hierdoor publieke financiering bemoeilijkt wordt, kan de onderhandse markt toegevoegde waarde creëren voor geldnemer en geldgever. Tenslotte kunnen heronderhandelingen tijdens de looptijd van een onderhandse lening gemakkelijker worden geopend met de geldgevers dan bij publieke leningen wat negatieve publiciteit kan voorkomen.

De belangrijkste voordelen van onderhands verstrekte leningen kunnen als volgt worden geformuleerd:

- Uitgebreidere informatie bij marktpartijen van geldgevers en geldnemers.
- Meer mogelijkheden tot een betere inschatting van het risicoprofiel van de geldnemer.
- Rentevergoeding niet per se hoger dan van publieke lening.
- Meer mogelijkheden om 'covenants' overeen te komen die beide partijen schikken.
- Investerings van relatief onbekende en/of complexe ondernemingen kunnen doorgang vinden waardoor waarde kan worden gecreëerd.
- Meer flexibiliteit tijdens de looptijd van de lening om indien nodig te heronderhandelen en wel zonder negatieve publiciteit te moeten dulden.
- Weinig of geen last van marktregulering door de monetaire en andere autoriteiten zoals effectenmarkten.
- In hoge mate onafhankelijk opererend van het emissieklimaat op de publieke markten.
- Geldvragers kunnen profiteren van de relatie die ontstaat met de geldverschaffers in de vorm van adviezen over de te volgen strategie van de onderneming. 'Relatiebankieren' wordt hier vervangen door 'relatiebeleggen'.

Een belangrijk en vaak genoemd nadeel van een onderhands verstrekte lening is de illiquiditeit van de belegging waardoor de prijsstelling voor de geldnemer nadeliger wordt. Het saldo van voor- en

nadelen moet blijken uit empirisch onderzoek. Dit vergt beschikbaarheid van data en het schrijven van een nieuw artikel. Verrassend is de constatering in een Amerikaans onderzoek dat de credit spread boven Amerikaanse treasuries van (zoveel mogelijk) vergelijkbare publieke leningen niet lager maar juist hoger was dan van onderhandse leningen (Emerick en White, 1999). Onderhands geplaatste leningen toonden zo een positieve economische waarde boven publieke leningen. Dat moet toekomstige Nederlandse geldnemers als muziek in de oren klinken. Drijvende kracht hierachter was het beperkter risico door de aanwezigheid van betere stuurmogelijkheden in het contract zelf (inbouw van voldoende 'covenants') en tijdens de looptijd van de lening (heronderhandelingen).

### Ondernemingsgrootte

Kleinere ondernemingen worden minder scherp gevolgd door analisten en ratingbureaus die in hun onderzoek vooral de grotere ondernemingen volgen. De genoemde informatievoordelen van onderhandse leningen spelen dan ook het MKB het meest in de kaart. Dit nu zijn juist de ondernemingen die onder invloed van de sinds 2007 opgetreden verschillende financiële crises het meest belang hebben bij het verruimen van het aanbod van middellang en langlopend leenkapitaal. Er is dus alle reden om het aanbod van onderhandse leningen in Nederland nieuw leven in te blazen.

## *Er is alle reden om een markt voor onderhandse leningen in Nederland nieuw leven in te blazen*

Een nog niet genoemd voordeel voor de geldnemer is dat middellang en langlopend vermogen in de balans van de geldnemer een versterking van het 'werkzame vermogen' impliceren waardoor het nettowerkkapitaal (het surplus van eigen vermogen plus vreemd vermogen op middellange en lange termijn minus de vaste activa) wordt verhoogd. Deze verhoging houdt een verbetering van de liquiditeit op lange termijn in doordat aflossingsverplichtingen belangrijk lager zijn dan van kortlopende leningen en kredieten.

### Afsluiting en conclusies

Onderhandse leningen zijn in het rapport van de Commissie De Swaan (2011) terecht als studieobject aanbevolen. Directe aanleiding is de bankencrisis die het aanbod van middellang en langlopend leenvermogen van banken aan niet-beursondernemingen naar verwachting zal verkleinen dan wel relatief duur zal maken. Maar ook zonder bankencrisis was, en is er alle reden om de toegevoegde waarde van onderhandse leningen vast te stellen en

te trachten een markt voor onderhandse leningen in Nederland nieuw leven in te blazen. In dit artikel zijn negen drijvers van deze economische waarde geformuleerd. Een zeer belangrijk wapen van deze markt is het directe contact tussen geldgever en geldnemer en de flexibiliteit van het contract. Het pakket van nevenvoorwaarden kan worden ingevuld met zorgvuldig gekozen ‘covenants’ waardoor de geldnemer wordt gedisciplineerd. Het contract wordt gekenmerkt door de nodige flexibiliteit om dit eventueel open te breken en door mogelijkheden tot heronderhandelingen tijdens de looptijd van de lening. In vergelijking met de ratings die door ratingbureaus worden uitgegeven voor leningen in de publieke markt zijn ‘covenants’ uit oogpunt van risk management zeker niet inferieur, eerder superieur juist door het ontbreken van de bij publieke emissies gebruikelijke en meer geformaliseerde afstand tussen partijen. Ratingbureaus lopen veelal achter op de feitelijke ontwikkelingen. Kostbare tijd gaat verloren tussen gebeurtenissen op het niveau van de onderneming en het aanpassen van een bestaande rating. ‘Covenants’ daarentegen maken een snel en direct contact mogelijk tussen geldnemer en geldgever. De economische waarde van onderhandse leningen kan een gunstige prijsstelling opleveren waardoor de cost of capital van de geldnemer kan worden verlaagd ten opzichte van de aantrekking van vermogen uit de publieke markten. Ook voor de geldgevendende partij – de beleggers – zijn onderhandse leningen een aantrekkelijke belegging mits de ‘covenants’ goed worden gekozen. Het nadeel van de beperkte liquiditeit is betrekkelijk omdat ook bij het houden van publiekelijk geëmitteerde effecten een buy-and-hold strategie bij vele instituten niet ongebruikelijk is. Bovendien creëert illiquiditeit een extra rendement. Een belangrijke beperking vloeit evenwel voort uit de mogelijke vervreemdingsrisico’s tussen geldnemer en uiteindelijke beleggers ingeval van securitisering van pakketten van onderhandse leningen. Sinds het instorten van de markt voor gesecuritiseerde leningen in 2007 en volgende jaren moet securitisering van onderhands verstrekte leningen scherp worden

gesuperviseerd ook tijdens de looptijd van de transacties. Dit zijn goede redenen om de markt voor onderhandse leningen in Nederland een nieuwe kans te geven. Het ‘relatiebankieren’ dat onder druk staat en beperkingen oplegt aan het aanbod van middellang en langlopend leenvermogen kan ons inziens een nuttig complement verwerven met het ‘relatiebeleggen’ van institutionele beleggers zoals verzekeraars en pensioenfondsen. Dit artikel beoogt de wenselijkheid ervan te bepleiten en grondig te onderzoeken. Daartoe moet kennis aanwezig zijn voor het uitvoeren van de ‘due diligence’ om een goed beeld te krijgen van de kwaliteit van de geldvragers. Het eventueel opnieuw verwerven van die kennis die in het verleden in vele gevallen teloor is gegaan, is overigens in lijn met de vele kritiek die op rating instituten is uitgebracht waardoor geldgevers zelf gedwongen zijn meer kredietbeoordeling toe te passen ook op emissies waarvoor een rating wel beschikbaar is (Donkers, Duffhues en Weterings, 2010). ■

#### Referenties

- Donkers, K., P.Duffhues en W.Weterings (2010), Credit rating agencies: informatieasymmetrie en civiele aansprakelijkheid, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 84<sup>e</sup> jrg., oktober nr.10, blz. 506-517.
- Duffhues, P.J.W., (2000), Ondernemingsfinanciering: oriëntatie op integratie, (Kluwer), (proefschrift Tilburg), 247 blz.
- Emerick, Dennis, en William White (1999), The Case for Private Placements: How Sophisticated Investors Add Value to Corporate Debt Issuers, (opgenomen in *The New Corporate Finance (Where Theory Meets Practice)* edited by Donald H.Chew, Jr., Second Edition, blz. 346-354.
- Expertgroep Bedrijfsfinanciering (2011), Naar een gezonde basis: bedrijfsfinanciering na de crisis. Advies aan het Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie), 96 blz.
- Gast, A.(2011), Onderhandse leningen: Logisch instrument voor institutionele beleggers en kapitaalmarkt? (Voordracht voor VBA Amsterdam 28 april).
- Jongman, C.D.(1970), De markt voor onderhandse leningen in Nederland (Publicatie van het Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, no.4, Kluwer.
- Mach, Traci, en John D.Wolken (2012), Examining the Impact of Credit Access on Small Firm Survivability, ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2051007](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2051007)).

#### Noot

- 1 Emeritus-hoogleraar Ondernemingsfinanciering Tilburg University.