MEZZANINE FINANCIERING:
*Is deze financieringsbron meer geïntegreerd in de Verenigde Staten dan in Europa?*

Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van

Master of Science in de Handelswetenschappen

Sorana De Roy

onder leiding van

Prof. Rudy Aernoudt
MEZZANINE FINANCIERING:
Is deze financieringsbron meer geïntegreerd in de Verenigde Staten dan in Europa?

Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van
Master of Science in de Handelswetenschappen

Sorana De Roy
onder leiding van
Prof. Rudy Aernoudt
PERMISSION

Ondergetekende verklaart dat de inhoud van deze masterproef mag geraadpleegd en/of gereproduceerd worden, mits bronvermelding.

Sorana De Roy
VOORWOORD

Ter afsluiting van mijn opleiding tot Master in de handelswetenschappen aan de Universiteit Gent behandel ik in deze scriptie mezzaninefinanciering en de geografische toepassing van deze alternatieve financieringsvorm.

De uiteenzetting van dit onderwerp bleek een uitdagende opdracht. Niet alleen omdat deze financieringsvorm vooral in Europa vrijwel onbekend is, maar ook vanwege het feit dat er weinig publieke data verkrijgbaar zijn omtrent deze alternatieve financieringsvorm.

Mijn dankwoord gaat vooreerst uit naar mijn promotor Prof. Dr. Rudy Aernoudt voor zijn uitstekende begeleiding en zijn raad bij het oplossen van de problemen en vraagstukken waarmee ik kampte tijdens het schrijven van deze scriptie. Daarnaast zou ik ook graag de heer Bernard Gabriëls, voormalige partner bij PWC, de heer Tim Lievens, senior investingsmanager van PMV, de heer Erwin de Jong, managing director van het Delta Lloyd mezzanine fund en de heer Pieterjan Behaeghe, financial analyst bij Capital@rent, willen bedanken voor hun hulp.

Ten slotte wil ik ook mijn ouders bedanken voor hun aanmoediging, wijze raad en positieve ondersteuning in de afgelopen vier jaar.

Ik wens u veel leesplezier.

Sorana De Roy
Gent, 11 augustus 2015.
INHOUDSOPGAVE

VOORWOORD ............................................................................................................................................... I
LIJST MET AFKORTINGEN ......................................................................................................................... V
LIJST VAN TABELLEN EN FIGUREN .......................................................................................................... VI
INLEIDING .................................................................................................................................................... 1
DEEL I: LITERATUURSTUDIE ...................................................................................................................... 3
HOOFDSTUK 1: DEFINITIES ...................................................................................................................... 3
  1.1. Bevoorrechte schulden ......................................................................................................................... 3
  1.2. Aandelenfinanciering ......................................................................................................................... 3
  1.3. Mezzaninefinanciering ...................................................................................................................... 4
    1.3.1. Achtergestelde schulden ............................................................................................................. 6
    1.3.2. Participatie leningen .................................................................................................................. 6
    1.3.3. Stille participatie leningen ....................................................................................................... 6
    1.3.4. Converteerbare obligaties ......................................................................................................... 6
    1.3.5. Obligaties met opties of warrants ............................................................................................. 7
    1.3.6. Preferente aandelen ................................................................................................................... 7

HOOFDSTUK 2: WANNEER WORDT MEZZANINEFINANCIERING GEBRUIKT? .......................................... 9
  2.1. Buy-out ............................................................................................................................................. 9
    2.1.1. Leveraged buy-out (LBO) ...................................................................................................... 9
  2.2. Snelgroeiende start-ups ............................................................................................................... 10
  2.3. De expansie van bestaande ondernemingen .............................................................................. 10
  2.4. Het herstructureren van een bedrijf ............................................................................................ 10
  2.5. Vastgoed ......................................................................................................................................... 11

HOOFDSTUK 3: VOOR- EN NADELEN VAN MEZZANINEFINANCIERING .................................................. 12
  3.1. Voordelen voor de kredietnemer .................................................................................................. 12
    3.1.1. Dilutie ..................................................................................................................................... 12
    3.1.2. Taks incentives ........................................................................................................................ 13
    3.1.3. Invloed op kapitaalstructuur .................................................................................................. 13
    3.1.4. Gemakkelijker aanpakken van toekomstige aanvullende financiering .................................. 13
    3.1.5. Flexibele financieringstermen ............................................................................................... 14
    3.1.6. Langere looptijd ....................................................................................................................... 14
    3.1.7. Cost of capital ......................................................................................................................... 14
3.2. Nadelen voor de kredietnemer ........................................................................................................ 16
  3.2.1. De kostprijs ................................................................................................................................. 16
  3.2.2. Transparantie ............................................................................................................................. 16
  3.2.3. Equity Kicker ............................................................................................................................. 16
  3.3. Voordelen voor de kredietgever .................................................................................................... 17
     3.3.1. Hoog rendement ....................................................................................................................... 17
     3.3.2. Bevoorrechte schuldeisers ...................................................................................................... 17
     3.3.3. Terugbetalingsschema ............................................................................................................ 17
     3.3.4. Voorwaarden ........................................................................................................................... 17
  3.4. Nadelen voor de kredietgever ....................................................................................................... 17
     3.4.1. Vroegtijdige exit is moeilijk .................................................................................................... 17
     3.4.2. Het risico ................................................................................................................................ 17

HOOFDSTUK 4: DE BANCAIRE MAATREGELEN ...................................................................................... 19
  4.1. Bazel ............................................................................................................................................. 19
     4.1.1. Bazel comité ............................................................................................................................ 19
     4.1.2. Bazel I-akkoord ...................................................................................................................... 19
     4.1.3. De tekortkomingen van Bazel I ............................................................................................. 20
  4.2. Bazel II ....................................................................................................................................... 21
     4.2.1. De eerste pijler ...................................................................................................................... 21
     4.2.2. De tweede pijler ..................................................................................................................... 21
     4.2.3. De derde pijler ....................................................................................................................... 22
  4.3. Bazel III ....................................................................................................................................... 22

HOOFDSTUK 5: HET VERSCHIL TUSSEN DE EUROPESE EN DE AMERIKAANSE FINANCIËLE
SECTOR .................................................................................................................................................. 24

DEEL II: HET ONDERZOEK .................................................................................................................. 26

HOOFDSTUK 1: KERNHYPOTHESES .................................................................................................. 26

HOOFDSTUK 2: HET ONDERZOEKSDESIGN VOOR DE INTEGRATIE VAN
MEZZANINEFINANCIERING ............................................................................................................ 27
  2.1. Methodologie ............................................................................................................................... 27
  2.2. Variabelen ................................................................................................................................... 27
     2.2.1. Het Angelsaksisch en Rijnlands model .............................................................................. 27
     2.2.2. Risicoaversie ......................................................................................................................... 28
2.2.3. De financiële crisis en post-crisis reglementering.................................................................29
2.2.4. Taks incentives voor de verstrekkers van mezzaninefinanciering ........................................31
  2.2.4.1. Business Development Companies (BDC's) .................................................................31
  2.2.4.2. Master Limited Partnerships (MLP's) ........................................................................32
  2.2.4.3. Vastgoedbevak ........................................................................................................32
2.2.5. Kwantitatieve versoepeling ..................................................................................................32
  2.2.5.1. Kwantitatieve versoepeling in de Verenigde Staten .........................................................33
  2.2.5.2. Europese kwantitatieve versoepeling ...........................................................................33

HOOFDSTUK 3: RESULTATEN ........................................................................................................35

DEEL III: CONCLUSIE EN BEPERKINGEN ......................................................................................41
HOOFDSTUK 1: CONCLUSIE ........................................................................................................41

HOOFDSTUK 2: BEPERKINGEN ...................................................................................................43

BIBLIOGRAFIE .................................................................................................................................... VII
  1. RAPPORTEN .............................................................................................................................. VII
  2. BOEKEN ..................................................................................................................................... VIII
  3. STUDIES ...................................................................................................................................... IX
  4. PERSOONLIJKE COMMUNICATIE ........................................................................................ IX
  5. WEBSITES ................................................................................................................................... IX
  4. ACADEMISCHE LESSEN ........................................................................................................ XII
  5. MASTERPROEVEN ................................................................................................................... XII
**LIJST MET AFKORTINGEN**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Afkorting</th>
<th>Uitleg</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>ABS</td>
<td>Asset-Backed Security</td>
</tr>
<tr>
<td>AIRB</td>
<td>Advanced Internal Rating-Based</td>
</tr>
<tr>
<td>BBP</td>
<td>Bruto Binnenlands Product</td>
</tr>
<tr>
<td>BDC</td>
<td>Business Development Company</td>
</tr>
<tr>
<td>BIB</td>
<td>Bank voor Internationale Betalingen</td>
</tr>
<tr>
<td>CDO</td>
<td>Collateralized Debt Obligation</td>
</tr>
<tr>
<td>DCF</td>
<td>Discounted Cash Flow</td>
</tr>
<tr>
<td>ECB</td>
<td>Europese Centrale Bank</td>
</tr>
<tr>
<td>FSB</td>
<td>Financial Stability Board</td>
</tr>
<tr>
<td>G-SIFI</td>
<td>Global Systemically Important Financial Institution</td>
</tr>
<tr>
<td>IBO</td>
<td>Institutionele buy-out</td>
</tr>
<tr>
<td>IPO</td>
<td>Initial Public Offering</td>
</tr>
<tr>
<td>IRB</td>
<td>Internal Rating-Based</td>
</tr>
<tr>
<td>KMO</td>
<td>Kleine of middelgrote ondernemingen</td>
</tr>
<tr>
<td>LBO</td>
<td>Leveraged buy-out</td>
</tr>
<tr>
<td>LCR</td>
<td>Liquidity Coverage Ratio</td>
</tr>
<tr>
<td>MBI</td>
<td>Management buy-in</td>
</tr>
<tr>
<td>MBO</td>
<td>Management buy-out</td>
</tr>
<tr>
<td>MLP</td>
<td>Master Limited Partnership</td>
</tr>
<tr>
<td>NSFR</td>
<td>Net Stable Funding Ratio</td>
</tr>
<tr>
<td>OESO</td>
<td>Organisatie voor Economische Samenwerking</td>
</tr>
<tr>
<td>PIK</td>
<td>Payment In Kind</td>
</tr>
</tbody>
</table>
LIJST VAN TABELLEN EN FIGUREN

TABELLEN

Tabel 1: Mezzanine financiering bevat zowel elementen van vreemd vermogen als van eigen vermogen .................................................................4

Tabel 2: Hoe risicogewichten de kapitaalratio van een bank bepalen .................................................................20

FIGUREN

Figuur 1: Mezzanineschuld – het overbruggen van de kloof tussen vreemd vermogen en eigen vermogen .................................................................8

Figuur 2: De verschuiving van bankleningen naar alternatieve financiering .................................................................39
INLEIDING

Het onderzoek voor deze scriptie richt zich op de vraag waarom alternatieve financieringsvormen meer geïntegreerd zijn in de Verenigde Staten dan in Europa. De motivatie van het onderzoek berust op de vaststelling dat ook Europa na de financiële crisis meer nood heeft aan alternatieve financieringsinstrumenten.

Bancaire kredietverlening is vooral fundamenteel voor een goed ontwikkelde en functionerende Europese economie. De bancaire kredietverlening is in Europa essentieel omdat de traditionele kredietinstellingen hier de primaire financiële intermediairs vormen voor ondernemingen. De financiële crisis heeft echter ernstige gevolgen gehad op deze traditionele kredietinstellingen en hun kredietverlening. Doordat Europese banken nog altijd de gevolgen voelen van de kredietcrisis en zij hun kapitaalbuffers moeten versterken als gevolg van de Bazel-akkoorden, zijn ze minder bereid om kredieten te verstrekken dan voor de kredietcrisis. Hierdoor is er in Europa, sinds de financiële crisis en de post-crisis bancaire maatregelen, een hogere nood aan alternatieve financiering. Mezzaninefinanciering is de alternatieve financieringsvorm die in deze scriptie wordt besproken.

Mezzanine is een hybride financieringsbron die verschillende vormen kent. Het gebruik van dit financieringsinstrument versterkt het eigen vermogen en wordt gebruikt om de financiële hefboom van transacties te verhogen. Dit zal een hoger rendement tot gevolg hebben. Momenteel is mezzaninefinanciering een relatief onbekende financieringsvorm binnen Europa. Mezzaninefinanciering zou echter een oplossing kunnen vormen voor de financieringsproblematiek als gevolg van de financiële crisis.

Ook al is er een stijgende vraag naar alternatieve financieringsinstrumenten zoals mezzaninefinanciering in Europa, toch lijkt deze meer geïntegreerd in de Verenigde Staten. Deze scriptie onderzoekt of dit effectief zo is en wat de oorzaken hiervan zijn. De onderzoeksvraag van deze scriptie luidt dan ook als volgt:

Is mezzaninefinanciering een financieringsbron die meer geïntegreerd is in de Verenigde Staten dan in Europa?

Om deze onderzoeksvraag te ondersteunen zijn ook hypotheses opgesteld. Aan de hand van deze hypotheses wordt onderzocht waarom mezzaninefinanciering meer geïntegreerd zou zijn in de Verenigde Staten dan in Europa.

---

1 In deze scriptie wordt het Verenigd Koninkrijk buiten beschouwing gelaten.
Het eerste deel van deze masterproef bevat een theoretische studie over mezzaninefinanciering, de verschillen in de financiële systemen van de Verenigde Staten en Europa en de post-crisis maatregelen. Het tweede deel van deze scriptie behandelt de hoofdvraag, de hypotheses, de methodologie en de resultaten van het kwalitatief onderzoek. Tot slot geeft de conclusie in het derde en laatste deel antwoord op de onderzoeksvraag.
**DEEL I: LITERATUURSTUDIE**

**HOOFDSTUK 1: DEFINITIES**

### 1.1. Bevoorrechte schulden

Als een bedrijf failliet gaat zullen bevoorrechte schuldeisers, vaak obligatiehouders of banken, het meest waarschijnlijk worden terughbetalend gevolgd door junior schuldeisers, preferente aandeelhouders en gewone aandeelhouders. Een bevoorrechte schuld is beveiligd door een onderpand dat verkocht kan worden om de bevoorrechte schuldeiser terug te betalen. Als zodanig wordt een bevoorrechte schuld beschouwd als weinig risicovol waardoor deze schuld een relatief lage rente draagt (Investopedia, 2015).

### 1.2. Aandelenfinanciering

Financiering met eigen vermogen verwijst naar de verkoop van een eigendomsbelang, waardoor het bestaande eigendom verwatert, om fondsen te verwerven voor zakelijke doeleinden. Aandelenfinanciering bestrijkt een breed scala van activiteiten in omvang en reikwijdte, van een paar duizend dollar die door vrienden en familie van de onderneming worden gefinancierd, tot grote Initial Public Offerings (IPOs). Hoewel de term meestal wordt geassocieerd met publieke beursgenoteerde ondernemingen, omvat het ook de financiering door private ondernemingen zoals venture-capitalfondsen (Investopedia, 2015).

Meestal zijn de voorwaarden verbonden aan aandelenfinanciering flexibeler dan schuldfinanciering. Daarnaast erkennen aandeelbeleggers hun kapitaal als nodig voor de groei van de onderneming waardoor ze bijgevolg geen maandelijkse of driemaandelijkse rentebetalingen verwachten. Bovendien zullen private-equity-investeerders proberen hun belangen af te stemmen op die van het managementteam en zullen ze actief samenwerken om de uiteindelijke waarde van het bedrijf tijdens de investeringsperiode te maximaliseren. Deze toegevoegde waarde is een van de redenen waarom aandelenfinanciering normaliter duurder is dan mezzaninefinanciering.

De andere reden is dat mezzanineschuldeisers bevoorrechte schuldeisers zijn op aandeelbeleggers, en dus honderd procent van het rendement van de aandeelbeleggers achtergesteld is wat resulteert in een risicovollere investering. Om het juiste risico-gecorrigeerde rendement te garanderen aan beleggers moeten aandelenfinancieringen dus duurder worden gewaardeerd dan schuldfinancieringen. Financiering met eigen vermogen is een goede oplossing voor (DCA Partners, 2014)

- bedrijven op een buigpunt van toenemende groei;
- bedrijven die op zoek zijn naar extra managementondersteuning en begeleiding;
- bedrijven die willen verkopen binnen drie à zeven jaar;
- bedrijven met onzekere toekomstige kasstromen;
- bedrijven die hun balans willen versterken;
bedrijven die geïnteresseerd zijn in een managementbuy-out.

1.3. Mezzaninefinanciering

De parameters van mezzaninefinanciering zijn zo divergent dat het moeilijk is om specifiek alle elementen opgenomen in de definitie van mezzanineschuld te verklaren. Als gevolg hiervan definiëren de meeste schrijvers mezzanineschuld als een financieringsvorm die zich in de kapitaalstructuur van een bedrijf bevindt tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen (Anson, 2002).

Mezzaninefinanciering is een hybride financiering die verschillende vormen aanneemt. Het gemeenschappelijk kenmerk van alle mezzanine-instrumenten en -producten is dat het risico en rendement tussen klassieke schuldfinanciering en klassieke aandelenfinanciering ligt. Deze financieringsvorm wordt gebruikt wanneer de kredietnemer onvoldoende eigen vermogen bezit om klassieke gelschieters zoals banken en verzekeringsmaatschappijen te trekken. Meestal neemt mezzaninekapitaal de vorm aan van een achtergestelde en ongedekte schuld omdat het kapitaal geen invloed mag hebben op het risico van de klassieke schuld en dus achtergesteld is aan die klassieke schuld. Omdat mezzanine-investeringen vaak niet zo liquide zijn als de meer traditionele vormen van schuldfinanciering en ze meestal geen onderpand bevatten, zullen de mezzanine-investeerders een hoger rendement ontvangen dan aanbieders van bijvoorbeeld bankleningen (Robinson, Fert & Brod, 2011). Tabel 1 toont de belangrijkste verschillen aan tussen bevoorrechte schulden, mezzanineschulden en risicokapitaal.

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Bevoorrechte schulden</th>
<th>Mezzanine</th>
<th>Risicokapitaal</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Balansmatig</strong></td>
<td>Vreemd vermogen</td>
<td>Beide</td>
<td>Eigen vermogen</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Terugbetalings-plan</strong></td>
<td>Ja, periodiek</td>
<td>Ja maar eventueel ook exit</td>
<td>Neen, exit</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Rendement/kostprijs</strong></td>
<td>Intrestmarge</td>
<td>Intrestmarge, mogelijkheid tot deelname in de winst</td>
<td>Dividend, maar vooral meerwaarde</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Gewenste return</strong></td>
<td>5% - 13%</td>
<td>13% - 25%</td>
<td>&gt; 25%</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Waarborgen</strong></td>
<td>Bijna altijd</td>
<td>Bijna nooit, wel mogelijk convenanten</td>
<td>Bijna nooit</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Waarderings-probleem</strong></td>
<td>Nee</td>
<td>Bij instap: nee</td>
<td>Ja, er zijn verschillende waarderingsmethodes</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>Bij conversie of exit: ja</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Management-ondersteuning</strong></td>
<td>Nee</td>
<td>Beperkt</td>
<td>Meestal wel</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Externe controle</strong></td>
<td>Nee</td>
<td>Beperkt</td>
<td>Meestal wel</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Nijs (2014) stelt dat de aanbieders van mezzaninefinanciering in twee groepen verdeeld kunnen worden. Enerzijds zijn er de banken, financiële instellingen, institutionele beleggers en gespecialiseerde mezzaninefondsen die eerder individuele verstrekkers zijn en anderzijds zijn er de private-equityfondsen die mezzaninefinanciering verstrekken aan hun portfoliobedrijven.

Verzekeringsmaatschappijen zijn een belangrijke bron van mezzaninefinanciering omdat de looptijd van hun passiva (levensverzekeringen en lijfrenten) het best samengaat met lange termijn schuldfondsen. Verder participeren ook banken en andere aanbieders van bevoorrechte schulden in mezzaninefinanciering. Hierbij zal de bank meer uitleenen dan zij verstandig acht gezien de bestaande activa of de onstabiele kasstromen. Ten slotte zochten private-equityfondsen door het huidig economisch klimaat naar manieren om hun stellaire rendement te behouden. Daarnaast hebben de grote instromen van kapitaal in durfkapitaalfondsen de behoefte gecreëerd om de investeringshorizon uit te breiden. Als gevolg hiervan is er een grotere belangstelling voor mezzaninefinanciering (Anson, 2002).

Mezzanine-aanbieders verwachten een jaarlijks totaal rendement tussen de 13 en de 25 procent afhankelijk van de marktomstandigheden. Het jaarlijks totaal rendement kan bereikt worden via één van de volgende structuren:

- **Een rentebetaling** is een contante periodieke betaling op basis van een percentage van de uitstaande mezzanineschuld waarbij de rentevoet zowel vast als gevarieerd kan zijn.

- **De payment in kind interesse (PIK)** is een periodieke betaling waarbij de rente niet contant wordt uitbetaald maar wordt gekapitaliseerd. Elke rente gedurende de looptijd van de lening wordt toegevoegd aan de hoofdsom en wordt terugbetaald op het einde van de looptijd.

- **Een warrant of conversieoptie** is een vergoedingsvorm die de mezzanine-aanbieder de mogelijkheid biedt om deel te nemen in het kapitaal. Deze vergoedingsvorm wordt bijna altijd gecombineerd met een contante rentebetaling of een PIK-interest (Silbernagel & Vaitkunas, 2010).

---

2 Due diligence heeft als doel de aantrekkelijkheid en risico’s van een project in te schatten. Het moet investeerders ondersteunen in de besluitvorming en in het affirmatieve geval de voorwaarden bepalen en ook de perspectieven voor een exit in kaart brengen. De bedoeling is het groeipotentieel in kaart te brengen, kijken hoe duurzaam deze groei is en welke risico’s eraan verbonden zijn. De due diligence bepaalt de instapwaarde van de investeerder.

3 Private-equityfondsen zijn investeerders die buiten de aandelenbeurs financieel in bedrijven participeren.
Deze aanbieders bieden diverse vormen van mezzanineschuld aan. De meest voorkomende vormen van mezzaninefinanciering zijn achtergestelde leningen, participatieleningen, stille participatieleningen, preferente aandelen en aandelen-gerelateerde mezzanine-instrumenten zoals converteerbare obligaties en obligaties met warrant. Mezzaninefinanciering wordt vaak gebruikt als aanvulling op andere financieringsvormen (Thompson, 2013).

1.3.1. Achtergestelde schulden
De achtergestelde schuld is de meest voorkomende vorm van mezzaninefinanciering. Een achtergestelde lening is een ongedekte lening waarbij de vordering voor terugbetaling van de schuldeiser in geval van faillissement ondergeschikt is aan de terugbetaling van bevoorrechte schuldeisers. Als tegenprestatie voor het risico van niet-uitbetaling zal men voor een achtergestelde schuld een hoger rendement krijgen dan voor een bevoorrechte schuld. Dit rendement is meestal een vaste interestrente die onafhankelijk is van de financiële toestand van het bedrijf (Thompson, 2013).

1.3.2. Participatieleningen
Participatieleningen zijn op het rendement na gelijk aan klassieke leningen. Bij een participatielening is het rendement afhankelijk van het bedrijfsresultaat en is er dus geen sprake van een vaste vergoeding. Ondanks het feit dat het rendement afhankelijk is van de winst is er aan een participatielening geen eigendomsbelang verbonden (European Commission, 2007).

1.3.3. Stille participatieleningen
Een stille participatielening leunt juridisch dichter aan tegen een aandelenbelegging dan tegen een achtergestelde lening of participatielening. Als tegenprestatie voor de lening zal de kredietgever een aandelenbelang van de onderneming ontvangen zonder dat hij/zij aansprakelijk is voor de schuldeisers. De details van de deelname in de winst of het verlies, de betrokkenheid in het beheer, het toezicht en het recht op informatie van het bedrijf et cetera zijn afhankelijk van de overeenkomst tussen kredietgever en kredietnemer. Normaliter neemt de stille belegger deel in de verliezen van de onderneming, maar ook dit kan geheel of gedeeltelijk verwijderd worden afhankelijk van de overeenkomst (European Commission, 2007).

1.3.4. Converteerbare obligaties
Er zijn ook aandelen-gerelateerde mezzaninefinancieringsinstrumenten zoals converteerbare obligaties. In aanvulling op het recht op een vaste rentevergoeding en de terugbetaling van de hoofdsom hebben houders van converteerbare obligaties ook een conversieoptie. Deze optie biedt de obligatiehouder de mogelijkheid om op een bepaald moment in de toekomst aandelen te verwerven van de emitterende vennootschap in plaats van het aanvaarden van de terugbetaling van de obligatie op de vervaldatum. In
ruil voor deze conversieoptie ontvangt de houder van een converteerbare obligatie een lagere rente dan de houder van een traditionele obligatie (European Commission, 2007).

1.3.5. Obligaties met opties of warrants

Een obligatie met warrant is vergelijkbaar met een converteerbare obligatie met als verschil dat deze obligatie bij het uitoefenen van de warrant blijft bestaan, terwijl bij de converteerbare obligatie de obligatie wordt omgezet in aandelen. De warrant kan dus afzonderlijk worden verhandeld (European Commission, 2007). Een warrant geeft de houder het recht om een bepaald aantal aandelen te kopen tegen een vooraf bepaalde prijs. Of deze uitoefenprijs voordelig is of niet is afhankelijk van de aandelenkoers op dat moment (Thompson, 2013).

1.3.6. Preferente aandelen

Preferente aandelen zijn aandelen die voorrang krijgen op gewone aandelen bij zowel de ontvangsten van dividenden als de vorderingen bij faillissement. Terwijl gewone aandeelhouders niet verzekerd zijn op een dividenduitkering, genieten preferente aandeelhouders van een vast dividend en worden ze betaald vooraleer de onderneming beslist of ze al dan niet dividenden zal uitkeren aan haar gewone aandeelhouders. Dit biedt een grotere zekerheid aan preferente aandeelhouders (European Commission, 2007). Anderzijds zullen de dividenden van preferente aandeelhouders weinig toenemen bij hoge winsten, terwijl de gewone aandeelhouders wel zullen kunnen genieten van hogere dividenduitkeringen.

In het geval dat de winsten in een bepaald jaar niet voldoende zouden zijn voor het uitbetalen van de preferente dividenden, dan kunnen die dividenden worden bijgevoegd bij de dividenden die het volgend jaar moeten worden uitbetaald. Zolang de preferente aandeelhouders hun gecumuleerde dividenden niet hebben ontvangen, kunnen er geen dividenden worden uitgekeerd aan de gewone aandeelhouder (Investopedia, 2015).

In tegenstelling tot de gewone aandeelhouders hebben de preferente aandeelhouders meestal geen stemrecht en kunnen ze ook geen actie ondernemen tegen de onderneming als de winsten niet voldoende zouden zijn om de preferente dividenden uit te keren. Een oplossing hiervoor zijn de converteerbare preferente aandelen. Dit zijn preferente aandelen die een conversieoptie bevatten waardoor de aandeelhouder de optie heeft om ze te converteren naar gewone aandelen (Sahlman, 1990; Kaplan & Strömberg, 2003).

Figuur 1 rangschikt de, hierboven besproken, vormen van mezzanine financiering naar gelang hun risicorendement verhouding.
Figuur 1: Mezzanineschuld - het overbruggen van de kloof tussen vreemd vermogen en eigen vermogen
Bron: Nijs, 2014
HOOFDSTUK 2: WANNEER WORDT MEZZANINEFINANCIERING GEBRUIKT?

Mezzaninefinanciering wordt vooral gebruikt als overbruggingsfinanciering vanwege financieringsproblemen tussen vreemd vermogen en eigen vermogen. Mezzaninefinanciering biedt kapitaal aan bedrijven die niet voldoende beroep kunnen doen op klassieke schuldeisers terwijl deze vorm van financiering de verwatering van de uitstaande aandelen minimaliseert. Mezzanineschuld wordt gebruikt om de kloof tussen vreemd vermogen, uitgegeven aan de hand van bankleningen, hypotheken en bevoorrechte obligaties, en aandelenfinanciering op te vullen. Bijgevolg is een mezzanine lening ondergeschikt of achtergesteld aan de bevoorrechte schuld. Onder deze definitie wordt mezzaninefinanciering gebruikt voor overnames, herkapitalisaties of voor de groei binnen een onderneming (Anson, 2002).

2.1. Buy-out


2.1.1 Leveraged buy-out (LBO)

Een LBO geeft investeerders de mogelijkheid om een bedrijf over te nemen met een minimale inzet van eigen kapitaal. Het is een financieringsmethode waarbij de overname van een onderneming voornamelijk gefinancierd wordt door vreemd vermogen en waarbij de activa van de onderneming dienen als onderpand en deze als doel hebben de schuld te verzekeren en terug te betalen. Omdat vreemd vermogen een lagere kapitaalkost heeft dan eigen vermogen zal zowel het rendement op het eigen vermogen toenemen als het bedrag van de schuld tot er een perfecte kapitaalstructuur bereikt is (Thompson, 2013).

In sommige gevallen kan het zijn dat het beschikbare schuldkapitaal en aandelenkapitaal onvoldoende is om de overnameprijs te betalen. Om deze kloof te dichten zal men zich tot andere financieringsinstrumenten, zoals mezzaninefinanciering, moeten wenden (Suni, 2003).
2.2. **Snelgroeiende start-ups**

Een jonge, snelgroeiende onderneming die risicokapitaal heeft gebruikt in eerdere fases van de groei zou kunnen besluiten dat het voordeliger is om mezzaninefinanciering te gebruiken voor de uitbreiding van het kapitaal in plaats van aanvullende financiering van risicokapitaal te zoeken (Thompson, 2013).

Mezzaninefinanciering is een financieringsvorm voor start-ups in een latere financieringsronde en wordt vaak gebruikt voor grote expansies van bedrijven. In dit financieringsstadium heeft de jonge, snelgroeiende onderneming reeds in een eerdere fase risicokapitaal gebruikt en heeft ze beslist dat het voordeliger is om mezzaninefinanciering te gebruiken voor de uitbreiding van het kapitaal in plaats van aanvullende financiering van risicokapitaal te zoeken. Aangezien mezzaninefinanciering goedkoper is dan financiering van risicokapitaal, resulteert deze financieringsvorm in lagere financieringskosten en vermindert het ook de verwatering van controle die doorgaans gepaard gaat met financiering van risicokapitaal (Thompson, 2013).

2.3. **De expansie van bestaande ondernemingen**

Het zijn niet enkel veelbelovende start-ups die groeimogelijkheden hebben, maar ook gevestigde bedrijven die nieuwe marktsegmenten ontdekken en daardoor aanzienlijke winsten bereiken in de productie en de werkgelegenheid. Ook bedrijven met deze kenmerken kunnen goede kandidaten zijn voor mezzaninefinanciering. Het onverwijld voordeel van mezzaninefinanciering is dat het bedrijf de nodige financiële middelen krijgt om verder te gaan met haar veelbelovende zakelijke projecten in gevallen waarin de nood aan financiering hoger is dan wat kan worden verkregen met behulp van traditionele schuldfinanciering. Sommige van deze bedrijven hebben misschien niet het juiste profiel in termen van sector of hebben geen hoog genoeg te verwachten rendement om risicokapitaal aan te trekken (Thompson, 2013).

2.4. **Het herstructureren van een bedrijf**

De bedrijfsherstructurering vertegenwoordigt het proces van een volledige verandering in alle domeinen van de bedrijfactiviteiten op basis van de realisatie van passende herstructureringsmaatregelen (dit wil zeggen productie, organisatie, informatie, personeel of financiën). Deze veranderingen zijn belangrijk en kunnen een grote invloed hebben op de toekomstige zakelijke activiteiten. De herstructurering kan optreden wanneer een bestaande eigenaar van een bedrijf die niet langer wenst het bedrijf te beheren, geen opvolger kan vinden die het bedrijf in deze huidige toestand zal kopen. Het uitvoeren van elk herstructureringsprogramma vereist een aanzienlijke hoeveelheid financiële middelen waarvoor mezzaninefinanciering kan worden aangewend. Het effectief gebruik van de mezzaninefinancieringsinstrumenten moet altijd leiden tot de vervulling van grote herstructureringsdoelen waardoor de marktwaarde van de onderneming stijgt (Tetřevová, 2006).
2.5. Vastgoed
Mezzanine leningen worden ook steeds populairder voor het financieren van commercieel vastgoed. Het verschil tussen een traditionele lening en een mezzanine lening is dat niet het onroerend goed als onderpand dient maar de aandelen van de onderneming die het onroerend goed bezit.
Als de onderneming haar mezzanine lening niet kan aflossen, zal de kredietgever de aandelen van de onderneming in beslag nemen. Doordat de kredietgever aandelen bezit, heeft hij controle over het bedrijf en dus ook controle over het onroerend goed dat het bedrijf bezit. Dit houdt in dat de kredietgever de woning kan verkopen, hoewel hij de initiële traditionele hypotheek, waarvan het onroerend goed als onderpand dient, nog steeds dient terug te betalen (Ghaffari, 2015).
HOOFDSTUK 3: VOOR- EN NADELEN VAN MEZZANINEFINANCIERING

De mogelijkheid om betaalbaar kapitaal te verwerven voor het financieren van groei en expansie is een voortdurende uitdaging voor veel ondernemingen. In het algemeen is mezzaninefinanciering een flexibele financieringsvorm voor ondernemingen die aan de volgende eisen voldoen (Giurca, 2009):

- onvoldoende mogelijkheden voor financiering uit eigen middelen of klassieke leningen;
- een gezonde financiële situatie, stabiele kasstromen en een gestaagde winstgroei;
- een goed uitgestippelde businessstrategie;
- passende financierings- en boekhoudkundige functies;
- open informatiebeleid.

Alvorens gebruik te maken van deze alternatieve financieringsstrategie is het van uiterst belang om de voor- en nadelen af te wegen (Giurca, 2009).

3.1. Voordelen voor de kredietnemer

3.1.1. Dilutie

Mezzaninefinanciering is een geschikte financieringsvorm voor eigenaren van private ondernemingen die niet geschikt zijn voor een beursnotering en/of geen verwatering willen van hun controle (Thompson, 2013).

Dilutie of verwatering is een belangrijke factor die moet worden overwogen bij het beslissen van een financieringsstrategie. Als de private onderneming beslist om aan haar kapitaalbehoeften te voldoen door middel van aandelenfinanciering, dan zal deze nieuwe investeerder aandelen krijgen in ruil voor zijn/haar investering en dus een deel van het eigendom in handen hebben. De aandelen van de nieuwe investeerder zijn afkomstig van de aandelen van de voorgaande eigenaren, wat betekent dat het eigendomspercentage van elke initiële aandeelhouder pro rata afneemt.


Normaliter zal de nieuwe investering bijdragen tot een waardestijging van de onderneming en zal het nieuwe verlaagde eigendomspercentage van de initiële aandeelhouders evenveel of meer waard zijn dan hun initieel eigendomspercentage. Dit is echter niet in elke situatie het geval waardoor het veiliger is om de financieringsrondes te financieren met instrumenten die dilutie tegengaan zoals mezzaninefinancieringsvormen (Lechter, 2008). Mezzaninekredietgevers nemen zelden de controle over
van een onderneming. Ook al kan de mezzaninegeldschieter aandelen bekomen, zoals bij converteerbare obligaties, is het eigen vermogen niet ontworpen om de geldschieter te voorzien van een eigendomspositie in de onderneming. In plaats daarvan wordt de zogenoemde equity kicker gebruikt als instrument om een algemeen hoger rendement te verstrekken dan de overeengekomen rente (Anson, 2002).

3.1.2. **Taks incentives**

Het kenmerk van mezzaninefinanciering is dat het zowel eigenschappen heeft van eigen vermogen als vreemd vermogen. Het onderscheid tussen eigen vermogen en vreemd vermogen is belangrijk voor zowel het boekhoudkundig perspectief en het fiscaal perspectief als de externe en interne rating. Vanuit fiscaal oogpunt creëert mezzaninefinanciering een schuld zodat de interestbetaling van de schuld aftrekbaar is van de belastbare winst (Siedler, 2014). Deze interestaftrek kan ervoor zorgen dat de werkelijke kosten van de aangegane schuld lager liggen dan de bijhorende rentevoet. Om de interestbetaling te kunnen aftrekken als zakelijke kosten moet de lening worden besteed aan zakelijke doeleinden (Maes, 2004).

3.1.3. **Invloed op kapitaalstructuur**

Mezzaninefinanciering kan financieringsbeperkingen die vooral werden ondervonden door kleine en middelgrote ondernemingen (KMO’s) met een hoge schuldgraad, aanpakken. In het verleden waren weinig gekapitaliseerde ondernemingen in staat om vreemd vermogen aan te trekken via de banken en naar aanleiding van de financiële crisis van 2008-2009 werden veel bedrijven nog afhankelijk van deze banken. Doordat de banken steeds meer op hun hoede zijn van weinig gekapitaliseerde bedrijven en er hogere eisen verbonden zijn aan de kredietverlening zullen ondernemingen hun kapitaalstructuur moeten verbeteren. Op de lange termijn zal mezzaninefinanciering leiden tot een aandelenfinanciering doordat:

1. de onderneming haar eigen vermogen verhoogt door middel van ingehouden winsten of
2. het bedrijf aan het einde van de periode waarvoor mezzaninefinanciering wordt gebruikt, geherkapitaliseerd wordt via een verkoop aan strategische investeerders of door middel van een IPO (Nijs, 2014).

3.1.4. **Gemakkelijker aantrekken van toekomstige aanvullende financiering**

De aanwezigheid van mezzaninefinanciering, alsmede de steun van een mezzaninefonds, kan een positieve invloed hebben op het aantrekken van toekomstige schuldfinanciering. De meest gebruikte mezzaninefinancieringsvorm is de achtergestelde schuld. Doordat dit financieringsinstrument door banken en andere traditionele kredietgevers gezien wordt als een verhoging in eigen vermogen, zullen deze kredietgevers meer bereid zijn om een krediet toe te kennen (Thompson, 2013).
3.1.5. *Flexibele financieringstermen*

Door dat bij achtergestelde schulden meestal geen onderpand vereist is, kan een onderneming toegang hebben tot het nodige kapitaal om hun groei en expansie te financieren zonder hun waardevolle activa aan de schuld te moeten vastbinden. Deze waardevolle activa kan namelijk in de toekomst nog gebruikt worden als onderpand voor aanvullende financiering. Bovendien zorgt mezzaninefinanciering ook voor meer flexibele terugbetalingsvoorwaarden. Mezzaninefinancieringsfondsen zijn meer geïnteresseerd in de totale opbrengst dan de terugbetaling van de geleende middelen. Zolang het verwachte rendement van de achtergestelde kredietgever is voldaan, is er flexibiliteit omtrent de aflossing van de lening en de rente mogelijk (Investopedia, 2015).

3.1.6. *Langere looptijd*

De kredietlener kan zijn kasstromen verbeteren door de looptijd van de terugbetaling van de mezzanineschuld te verlengen. De terugbetalingslooptijd van een mezzanineschuld wordt vaak uitgesteld tot het vijfde of zesde jaar met als uiterlijke terugbetaling in het achtste tot tiende jaar afhankelijk van de overeenkomst (Anson, 2002).

3.1.7. *Cost of capital*

Cost of capital is de meetbare kost die gekoppeld is aan het verkrijgen van kapitaal. Bij vreemd vermogen is de kapitaalskost de rentelast die een onderneming betaalt op de aangegane schuld. Als men spreekt over financiering met eigen vermogen dan is de kapitaalskost gelijk aan de vordering op de winst die aandeelhouders zullen eisen naargelang hun eigendomsbelang. Het volgende voorbeeld geeft een duidelijk beeld van de kapitaalskost van vreemd vermogen en eigen vermogen⁴ (Aernoudt, 2014).

Elien richt een bedrijf op in de gezondheidssector (Healthstick NV). Echter, bij het oprichten van haar bedrijf heeft Elien nog geen cashflow. Aangezien banken geen lening uitgeven omdat het bedrijf niet genoeg waarborgen kan voorzien, zal Elien alternatieve financiering moeten aantrekken. Healthstick NV heeft gedurende de eerste twee jaren een cashdrain van 100.000 euro en 50.000 euro, vanaf het derde jaar bereikt het bedrijf het break-evenpunt en vanaf het vierde jaar is er een cashflow van 80.000 euro. De totale financiële behoefte bedraagt dus 150.000 euro.

Elien heeft de mogelijkheid tussen twee financieringsstrategieën:

1. Een Business Angel is bereid om de volledige financieringsbehoeftte te financieren voor een return van 50 procent.

---

⁴ De volledige case werd besproken in de lessen Corporate Finance van Rudy Aernoudt.
2. Een venture capitalist wil de cashdrain van het eerste jaar financieren met een gewenste return van 60 procent in de vorm van aandelen. Voor de kapitaalbehoeft van het tweede jaar kan Elien een beroep doen op een mezzaninefinanciering van 50.000 euro met een rendement van 16 procent.

Om het bedrijf te waarderen wordt de discounted cash flow (DCF)-methode toegepast. De DCF-methode bepaalt de huidige waarde van toekomstige kasstromen door ze te verdiskonteren met de geschikte cost of capital (discontovoet). Deze methode houdt rekening met het verschil in waarde van de kasstromen door de tijd heen (Yang & Blyth, 2007). De kasstroom is gelijk aan 80.000 euro vanaf het vierde jaar. Door de kasstroom van 80.000 euro te verdiskonteren aan een discontovoet van 10 procent, bekomt men de huidige waarde van de toekomstige kasstromen: 800.000 euro.

De oplossing van het eerste voorstel:
De Business Angel die bereid is om 150.000 euro te investeren wil na drie jaar een eigendomsbelang ter waarde van 506.000 euro. De Business Angel eist dus 63,25 procent van de aandelen. Elien zal bij deze financieringsstrategie 36,75 procent van de aandelen behouden ter waarde van 294.000 euro.

De oplossing van het tweede voorstel:
Doordat een deel wordt gefinancierd met mezzaninekapitaal waarvan de rentebetaling een kost is, zal de kasstroom in het vierde jaar verlagen tot 72.000 euro. Door de verlaagde kasstroom te verdiskonteren aan 10 procent is de nieuwe huidige waarde van de toekomstige kasstromen 720.000 euro.
De venture capitalist die 100.000 euro van de financieringsbehoeften wil financieren, wil na drie jaar een return van 409.000 euro. De venture capitalist zal 56,80 procent van de aandelen bezitten en Elien 43,2 procent met een waarde van 311.040 euro.

Dit voorbeeld toont aan dat de kapitaalkosten van vreemd vermogen, voor de initiële aandeelhouder, lager ligt dan een aandelenfinanciering. Elien houdt namelijk 17.040 euro meer over bij een financieringsstrategie waarbij gedeeltelijk wordt gefinancierd met mezzaninefinanciering dan bij een financieringsstrategie waarbij enkel gefinancierd wordt met aandelenfinanciering. De verlaagde kapitaalkosten die mezzaninefinanciering met zich meebrengt heeft dan weer een positieve invloed op het rendement van het eigen vermogen van de aandeelhouders. Daarnaast is vreemd vermogen nog eens

5 150.000 euro*1,50³
6 506.000 euro/800.000 euro
7 80.000 euro – (50.000 euro*16%)³
8 100.000 euro*1.60³
9 409.000 euro/720.000 euro
10 311.040 euro – 294.000 euro
voordeliger omdat de rentelasten kunnen worden afgehouden van de winst voor belastingen wat uiteindelijk resulteert in een belastingvermindering.

Aangezien het feit dat de vaste rentelast van een schuld een vaste kost is en dus het risico van een bedrijf verhoogt, kan vreemd vermogen ook nadelig zijn voor een onderneming. Schuldfinanciering kan dus pas aan een lagere effectieve kostprijs verkregen worden op voorwaarde dat de onderneming haar toekomstige verwachtingen inlost. Echter, als een onderneming er niet in slaagt om genoeg geld te genereren zal de vaste kostenlast van het vreemd vermogen een last vormen voor de onderneming. Dit basisidee vertegenwoordigt het risico van schuldfinanciering (Investopedia, 2015).

3.2. Nadelen voor de kredietnemer
3.2.1. De kostprijs
Omdat de kredietgever wordt gepositioneerd als een achtergestelde schuldeiser ontstaat er een groter risico van wanbetaling. Als tegenprestatie voor dit verhoogde risico zal de kredietgever een hoger rendement eisen dan kredietgevers van klassieke schuldfinanciering. De prijs van een mezzanineschuld omvat meestal een basisrente of couponrente van de lening met een extra vergoeding zoals een warrant die ervoor zorgt dat de investeerder deelneemt in het succes (of falen) van het bedrijf. De prijsstelling wordt aangepast aan de unieke kenmerken van de onderneming en de overeenkomst. Meestal eisen mezzanine-investeerders een totaalrendement van 13 à 25 procent (Aernoudt, 2014).

3.2.2. Transparantie
Mezzaninefinanciering is vaak moeilijk te verkrijgen door KMO’s doordat de eisen verbonden aan deze financieringsvorm hoger zijn dan bij klassieke schuldfinanciering. Een van deze eisen is dat de transparantievoorwaarden zeer hoog en streng zijn (Giurcă, 2009).

3.2.3. Equity kicker
Equity kickers zoals de conversiomogelijkheden en warrants verbonden aan bepaalde mezzanine-instrumenten kunnen worden gezien als een nadeel voor de kredietnemer. De equity kicker is een extra verloning bij het verstrekken van een mezzanine lening waarvoor kredietgevers in ruil doorgaans minder rente zullen eisen. De kredietgever zal aandelen ontvangen binnen de onderneming als de kredietnemer niet in staat is te voldoen aan de rente- of warrantrente, waarbij het eigendomsaandeel van de kredietnemer zal verwateren (Halasnik, 2015).
3.3. **Voordelen voor de kredietgever**

3.3.1. **Hoog rendement**

Doordat een mezzanineschuld risicovoller is dan een bevoorrechte schuld zal het rendement voor de mezzanine-investeerder hoger zijn dan voor de klassieke schuldeisers. Een mezzanineschuld heeft meestal een couponrente die 200 basispunten boven die van een bevoorrechte schuld ligt en bovendien zal deze schuld door haar langere termijn minder vatbaar zijn voor kortetermijnwinstschommelingen. Verder verhoogt het rendement ook door de equity kicker die vaak verbonden is aan een mezzaninefinanciering (Anson, 2002).

3.3.2. **Bevoorrechte schuldeisers**

Hoewel mezzaninefinanciering meestal niet gedekt is door een onderpand en achtergesteld is op klassieke schulden, behoort de mezzanine-investeerder nog steeds tot een meer bevoorrechte schuldeiser dan aandeelhouders en andere niet-bevoorrechte schuldeisers (Anson, 2002).

3.3.3. **Terugbetalingsschema**

Net zoals bevoorrecht gedekte schulden heeft een mezzanineschuld meestal een aflossingsschema. Dit schema kan niet worden gestart totdat de bevoorrechte schulden zijn afbetaald, maar het biedt zekerheid aan mezzanine-investeerders over wanneer het kapitaal zal worden afgelost (Anson, 2002).

3.3.4. **Voorwaarden**

Hoewel mezzanineschulden meestal niet gedekt zijn met een onderpand, dan nog kunnen mezzanine-investeerders beperkingen opleggen aan de kredietnemer. Volgens Anson (2002) hebben mezzaninegeldschieters het recht om de volgende zaken goed of af te keuren:

1. bijkomende schulden;
2. overnames door de kredietnemer;
3. wijziging in het managementteam;
4. betalingen van dividenden.

3.4. **Nadelen voor de kredietgever**

3.4.1. **Vroegtijdige exit is moeilijk**

De rentecomponent en de schuld-achtige kenmerken van mezzaninefinanciering maken een vroegtijdige exit van de mezzaninefinanciering voor kredietverstrekkers moeilijk (European Commission, 2007).

3.4.2. **Het risico**

Het grootste nadeel voor de kredietgever is het risico dat verbonden is aan de lening. De mezzanineaanbieder kan geen beroep doen op veiligheid bij het maken van een beleggingsbeslissing omdat mezzaninekapitaal achtergesteld is en niet gedekt is met een onderpand. Het vermogen van een bedrijf om
dit kapitaal af te lossen hangt grotendeels af van de totale toekomstige kasstromen en de hoeveelheid bevoorrechte schulden (Giurcă, 2009).

De twee belangrijkste vragen die een mezzanine-aanbieder zich moet stellen bij het schatten van het risico van zijn beleggingsbeslissing, zijn (Aernoudt, 2014):

- Wat is het niveau van achterstelling van de mezzanineschuld? Wat is, gezien de structurering en de looptijd van de bestaande schulden, het niveau van de financiële behoefte tijdens de levensduur van de mezzanineschuld gezien de verwachte prestaties van de onderneming?
- Wat zijn de verwachte kasstromen gedurende de komende jaren?
HOOFDSTUK 4: DE BANCAIRE MAATREGELEN

Tot nu toe lag de focus op mezzaninefinanciering als financieringsvorm met als nadruk de dynamiek van het product. Het is echter ook belangrijk om rekening te houden met de regelgeving omtrent financiële instrumenten. De regelgeving die van toepassing is op de financiële sector regelt de balansstructuur van financiële instellingen met als doel het publiek te beschermen (Nijs, 2014).

4.1. Bazel

4.1.1. Bazel Comité

Het Bazel Comité is een internationaal comité voor bankentoezichthouders dat is opgericht in 1974 en dat wereldwijde normen met betrekking tot de bancaire sector en de kapitaalvereisten van financiële instellingen ontwikkelt. Deze normen staan bekend als de Bazel-standaardnormen en worden op regelmatige basis bijgewerkt of gewijzigd (Investopedia, 2015).


4.1.2. Bazel I-akkoord

De fundamentele doelstellingen van het Bazel-kapitaalakkord, nu bekend als Bazel I, waren het bevorderen van de financiële stabiliteit en het verstrekken van een billijke basis voor concurrentie tussen internationale banken.

Het Bazel I-kader is gericht op het kredietrisico van financiële instellingen. De activa van de banken werden geclasseerd en gegroepeerd in vijf categorieën op basis van het kredietrisico met als risicogewichten 0%, 10%, 20%, 50% en 100%. Toen het Bazel I-akkord nog van kracht was werd een bank beschouwd als adequaat gekapitaliseerd als de verhouding tussen het totale kapitaal en de totale risico-gewogen activa ten minste 8 procent bedroeg en de verhouding van Tier 1-kapitaal en de totale risico-gewogen middelen ten minste 4 procent was (Nijs, 2014).

11 Het Tier 1-kapitaal of kernkapitaal bevat het volgestorte aandelenkapitaal, de reserves uitgezonderd de herwaarderingsreserve, ingehouden winsten, minderheidsbelangen en hybride kapitaal.
Tabel 2: Hoe risicogewichten de kapitaalratio van een bank bepalen

Bron: Michel & Ligon, 2014

Tabel 2 is een vereenvoudigd voorbeeld van hoe deze risicogewichten worden gebruikt om de totale kapitaalratio van een bank te berekenen. Het risicogewicht wordt gebruikt om zowel het nodige kapitaal te berekenen als het totale aantal risico-gewogen activa binnen de bank. Er wordt gebruikgemaakt van het totale aantal risico-gewogen activa om de solvabiliteit van een bank te berekenen. Hoe risicovoller de activa wordt waargenomen, hoe meer kapitaal de bank moet aanhouden. Zoals weergegeven in de tabel, moet de bank 1.040 dollar eigen middelen reserveren om te voldoen aan een totale kapitaalratio van 8 procent12 (Michel & Ligon, 2014).

4.1.3. De tekortkomingen van Bazel I

Het Bazel I-akkoord moest door een aantal tekortkomingen worden aangepast. De belangrijkste tekortkoming was dat de risicoweging van de activa geen rekening hield met de verschillende kredietkwaliteiten binnen eenzelfde activaklasse. Zo moesten banken hetzelfde percentage eigen middelen reserveren voor de toekenning van een krediet aan een zwakke insolvabele onderneming, als aan een onderneming met een AA-rating waar de kans op insolventie beduidend kleiner was (Caruana & Narain, 2008). Doordat risico en rendement normaal gesproken samengaan, en dus het verwachte rendement van risicovollere activa hoger ligt, gaven banken de voorkeur aan risicovolle activa boven activa met een lager risico. Dit fenomeen bracht een verhoogde kwetsbaarheid van bankbalansen met zich mee (Smolders, 2010). Om deze tekortkomingen op te vangen werd vanaf 1996 door het Bazel Comité gewerkt aan een Bazel II-norm. Deze trad op 1 januari 2007 in werking. De doelstelling van dit akkoord is de stabiliteit van de financiële sector te waarborgen (Vervisch, 2007).

12 1040 dollar/13.000 dollar
4.2. Bazel II
Het Bazel II-akkoord ontwikkelde nieuwe kapitaalratio’s waaraan banken moeten voldoen om te garanderen dat de gereserveerde eigen middelen van de banken voldoende zijn om zich in te dekken tegen financiële en operationele risico’s. Dus hoe hoger de blootstelling aan risico, hoe meer eigen middelen de banken moeten reserveren om hun solvabiliteit en algemene economische stabiliteit te waarborgen.
Het verbeterde akkoord berust op de drie pijlers (Smolders, 2010):
(1) het aanpakken van risico door minimum kapitaalvereisten;
(2) beoordeling van de toezichthouder;
(3) marktdiscipline.

4.2.1. De eerste pijler
Als verbetering op Bazel I zijn de kapitaalvereisten in de eerste pijler risicogevoeliger waardoor het gereserveerde kapitaal beter aansluit bij drie belangrijke componenten van risico waar een bank mee geconfronteerd wordt: kredietrisico, operationeel risico en marktrisico (Smolders, 2010).

Het kredietrisico kan op drie verschillende manieren berekend worden: met de gestandaardiseerde aanpak, de foundation internal ratings-based approach (IRB) en de geavanceerde IRB (AIRB). Doordat de gestandaardiseerde aanpak vertrouwt op externe ratingbureaus, gebruiken veel banken de IRB waar die interne risicomodellen zijn toegestaan (Nijs, 2014).

Het operationeel risico wordt gedefinieerd als het risico op verliezen als gevolg van inadequate of falende interne processen, mensen en systemen of van externe gebeurtenissen. Het operationeel risico omvat juridische risico’s, maar omvat niet het reputatierisico (European Banking Authority, 2015).

Het marktrisico kan worden gedefinieerd als het risico op verliezen van de binnen- en buitenbalansactiva als gevolg van ongunstige veranderingen in de marktprijzen (European Banking Authority, 2015).

4.2.2. De tweede pijler
De tweede pijler omvat de regelgeving omtrent de beoordeling door de toezichthouders op de interne risicobeheerprocessen van financiële instellingen. Ook wordt er toezicht gehouden op de interne risicobeheerprocessen van de risico’s die niet expliciet in de eerste pijler voorkomen zoals systematisch risico, concentratierisico, strategisch risico, reputatierisico, liquiditeitsrisico en renterisico. De toezichthouder kan na beoordeling van de risico’s een hogere kapitaaleisen dan vastgelegd in de eerste pijler (Nijs, 2014).
4.2.3. De derde pijler

Deze pijler vult de eerste en tweede pijler aan door openbaarmakingseisen te ontwikkelen die banken verplicht om relevante informatie over hun risicoprofiel en kapitaalspositie openbaar te maken zodat de solvabiliteit van financiële instellingen kan worden gemeten (Nijs, 2014).

4.3. Bazel III

In het Bazel III-akkoord zijn de belangrijkste hervormingen van de regelgeving, die ingevoerd is na de financiële crisis van 2007, opgenomen. De normen van het akkoord zijn vooral gericht op het versterken van de capaciteit van de bankensector om zowel micro- als macro-economische schokken op te vangen (Allen, Beck & Carletti, 2013).

Voor het uitwerken van het Bazel III-akkoord werden door het Bazel Comité voorstellen gedaan om het kapitaalraamwerk te verbeteren (Smolders, 2010):

- hogere kapitaaleisen voor complexe securitisaties;\(^{13}\)
- verhoging van de kwaliteit van het kapitaal;
- extra kapitaalreserves opbouwen als buffer voor recessie (vanaf 2019);
- de introductie van een Liquidity Coverage Ratio (LCR): voldoende liquide middelen voor een maand stressscenario (vanaf 2015);
- het introduceren van de leverage ratio;
- aanpakken van systeemrisico (vanaf 2019);
- het introduceren van een Net Stable Funding Ratio (NSFR): langlopende leningen moeten meer gedekt worden met langlopende financiering (vanaf 2018).

De belangrijkste veranderingen binnen de eerste pijler van het akkoord zijn de verhoging van de common equity tier ratio naar 4,5 procent\(^{14}\), de invoering van een capital conservation buffer, waarbij voor elke 2,5 procent van de risico-gewogen activa extra eigen vermogen moet worden aangehouden, evenals de invoering van een countercyclical buffer, waarbij de banken in goede tijden extra kapitaalreserves moeten opbouwen als buffer voor recessies. Daarnaast zijn er nog andere belangrijke wijzigingen binnen de eerste pijler met betrekking tot de kapitaaleisen voor complexe securitisaties en de eis dat banken strengere kredietanalyses moeten uitvoeren van externe securitisatieposities. Ten slotte wordt ook de leverage ratio geïntroduceerd. Deze leverage ratio moet niet alleen rekening houden met de risico-gewogen activa, maar ook met alle niet risico-gecorrigeerde activa ( Autoriteit Consument & Markt , 2013).

---

\(^{13}\) Securitisatie is het doorverkopen van leningen aan een buiten de balans geplaatste ‘special purpose vehicle’ (SPV). De SPV haalt het geld hiervoor op door schuldpapieren uit te geven op de kapitaalmarkt.

\(^{14}\) De verhouding tussen common equity tier 1 en de risico-gewogen activa.

Andere wijzigingen met betrekking tot het risicobeheer, toezicht en de marktdiscipline zijn opgenomen in de tweede en derde pijler. Naast veranderingen in kapitaaleisen introduceert het Basel III-akkoord ook een LCR en een NSFR. De introductie van de LCR is het gevolg van een tekort aan liquide middelen van de banken in tijden van crisis. Banken zijn verplicht om een bedrag van zeer liquide activa aan te houden die gelijk zijn aan of groter zijn dan de netto kasuitstroom over een periode van dertig dagen (Autoriteit Consument & Markt, 2013).

\[
LCR = \frac{\text{Hoeveelheid hoge kwaliteit liquide kapitaal}}{\text{Netto cash uitstroom in 30 dagen stress periode}}
\]

Ten slotte moedigt de introductie van de NSFR banken aan om hun langlopende activa te financieren met langetermijnleningen met als doel een liquiditeitscrisis te vermijden en de bankfinanciering stabiler te maken. Vanaf 2017 moet de beschikbare hoeveelheid stabiele financiering groter zijn dan de benodigde hoeveelheid stabiele financiering (Autoriteit Consument & Markt, 2013).
HOOFDSTUK 5: HET VERSCHIL TUSSEN DE EUROPESE EN DE AMERIKAANSE FINANCIËLE SECTOR

Het onderscheid tussen de Europese financiële sector en die van de Verenigde Staten is dat de Europese financiële sector gebaseerd is op een bankensysteem en de financiële sector van de Verenigde Staten gebaseerd is op een marktensysteem (Fiore & Uhlig, 2005).

In een bankensysteem zijn banken de cruciale intermediairs tussen kredietverstrekkers en kredietleners. In een marktensysteem is het voor bedrijven gemakkelijker om financiering te vinden omdat kredietleners grotendeels hun kapitaal verkrijgen via de financiële markten (Bijlsma & Zwart, 2013).

Voor het eurogebied en de Verenigde Staten is het onderscheid tussen banksysteem en marktensysteem van toepassing. In de Verenigde Staten spelen banken niet zo’n grote rol omdat de Verenigde Staten sterke concurrerende financiële instellingen en financiële markten hebben ontwikkeld. Vooral de robuuste groei van de Amerikaanse financiële markten heeft bijgedragen tot de verschuiving in de financiële dienstverlening van de traditionele banken naar andere financiële tussenpersonen zoals financiële markten (Federal Reserve Bank of San Francisco, 2002).

In 2011 bedroegen de bankleningen aan de private sector 136 procent van het Europese Bruto Binnenlands Product (BBP) terwijl de bankleningen aan de private sector in de Verenigde Staten maar 55 procent van het BBP bedroegen. Het aantal bankleningen aan de private sector biedt een manier om de rol van de banken als kredietbemiddelaar vast te leggen. Echter, we kunnen ook kijken naar de markt als bemiddelaar van kredietverleningen (Bijlsma & Zwart, 2013).

De omvang van de bedrijfsobligatiemarkt in 2011 bedroeg 35 procent van het Amerikaanse BBP en 15 procent van het Europese BBP, wat nogmaals bevestigt dat de Verenigde Staten markt-gebaseerd zijn (Bijlsma & Zwart, 2013).

Als tweede perspectief op het belang van de markt-gebaseerde financiering kunnen we kijken naar het belang van de markt-gebaseerde financiering met eigen vermogen. Het is duidelijk dat de omvang van de Amerikaanse markt (met een beurskapitalisatie van 104 procent van het BBP in 2011) hoger is dan die van Europa (met een beurskapitalisatie van 43 procent van het BBP in 2011) (Bijlsma & Zwart, 2013).

Sommige studies beweren dat de Europese landen op weg zijn naar een meer marktconform financieel system. Sterker nog, sinds de jaren negentig van de vorige eeuw hebben inmiddels veel bank-gebaseerde Europese landen sterke financiële markten voor aandelen en bedrijfsobligaties ontwikkeld. Deze verschijning was vooral te merken na de invoering van de euro (Hartmann, Maddaloni & Manganelli, 2003) en werd nog eens versterkt na het uitbreken van de financiële crisis. Volgens Bijlsma & Zwart

15 Bruto Binnenlands Product of de totale geldwaarde van alle in een land geproduceerde finale goederen en diensten gedurende een bepaalde periode, meestal een jaar.
(2013) blijft er, hoewel er een convergentie is geweest, echter een uitgesproken verschil tussen het Europese financiële systeem en dat van de Verenigde Staten.
DEEL II: HET ONDERZOEK

HOOFDSTUK 1: KERNHYPOTHESES

Uit hoofdstuk 5 in deel 1 van deze scriptie blijkt dat de Amerikaanse financiële sector een marktengebaseerd systeem is. Doordat de Verenigde Staten meer gebruikmaken van financiële markten en dus minder van banken en hun traditionele leningen, is de Amerikaanse financiële sector beter bekend met de term alternatieve financiering (waar mezzaninefinanciering onder valt).

De financiële crisis van 2008 heeft ervoor gezorgd dat ondernemingen minder beroep kunnen doen op klassieke schuldfinanciering waardoor er ook in Europa een stijgende vraag is naar alternatieve financieringsvormen. Deze scriptie zal onderzoeken of mezzaninefinanciering een meer gebruikelijke alternatieve financieringsvorm is in de Verenigde Staten dan in Europa en wat de mogelijke oorzaken hiervoor zijn.

De hoofdonderzoeksvraag is:

Is mezzaninefinanciering een financieringsbron die meer geïntegreerd is in de Verenigde Staten dan in Europa?

Om een antwoord te kunnen bieden op deze vraag werden de volgende hypotheses opgesteld:

(1) Het Angelsaksische model van Amerika bevordert het gebruik van mezzaninefinanciering.

(2) In Europa wordt minder gefinancierd met mezzaninefinanciering omdat de risicoaversie van de investeerders groter is in Europa dan in de Verenigde Staten.

(3) De strengere stress tests en de vroegere herkapitalisatie van de Amerikaanse banken hebben het gebruik van mezzaninefinanciering bevorderd.

(4) Hogere tax incentives voor de verstrekkers van mezzaninefinanciering in de Verenigde Staten begunstigen het gebruik van mezzaninefinanciering.

(5) De kwantitatieve versoepeling heeft een positieve invloed op het gebruik van mezzaninefinanciering.

(6) Door de financiële crisis en de post-crisis maatregelen is er in Europa nood aan alternatieve financiering.
HOOFDSTUK 2: HET ONDERZOEKSDESIGN VOOR DE INTEGRATIE VAN MEZZANINEFINANCIERING

In dit hoofdstuk wordt de methodologie uitvoerig beschreven alsook de gebruikte variabelen waarmee ik aantoon dat mezzaninefinanciering een financieringsvorm is die meer geïntegreerd is in de Verenigde Staten dan in Europa.

2.1. Methodologie

Voor het testen van de onderzoeksvragen heb ik gekozen voor een kwalitatief onderzoek waarbij ik vooral heb gefocust op bestaande literatuur. De keuze om een kwalitatief onderzoek uit te voeren, na enig opzoekwerk, snel gemaakt. Data omtrent private debt, waaronder mezzaninefinanciering valt, worden niet vaak gepubliceerd en weinig banken en mezzaninefondsen waren bereid om deze informatie vrij te geven. Aangezien mijn hoofdvraag een vergelijking tussen Europa en de Verenigde Staten bevat en er dus veel data nodig zijn om een solide kwantitatief onderzoek uit te voeren, was het onmogelijk om gebruik te maken van de weinig verkregen data.

2.2. Variabelen

2.2.1. Het Angelsaksisch en Rijnlands model

Een Angelsaksisch model is een kapitalistisch systeem waar de liberale waarden zoals zelfredzaamheid, particuliere initiatieven, vrije marktwerking en een beperkte sociale zekerheid centraal staan. Vakbonden, werkgeversorganisaties of andere maatschappelijke actoren hebben weinig wettelijke onderhandelingsrechten binnen de economie of het bestuur van ondernemingen. Angelsaksisch kapitalisme wordt geassocieerd met algemene gedereguleerde arbeidsmarkten en een financieringssysteem dat voornamelijk afhankelijk is van kapitaalmarkten in plaats van lange termijn bankschulden (Metze, 2003).


Politiek onderzoek naar Angelsaksisch kapitalisme is gebaseerd op liberale politieke theorieën en het neoklassieke economisch denken. Binnen economische beleidsdebatten wijzen de voorstanders van het Angelsaksisch model de sterke economische prestaties van het Verenigd Koninkrijk en in het bijzonder de Verenigde Staten tijdens de jaren negentig van de vorige eeuw aan als argument dat het Angelsaksisch model superieur is aan het Rijnlands of continentaal model. Het continentaal Europees model is te vinden
in Duitsland en andere West-Europese landen. Albert beschreef het model als een sterk gereguleerde markteconomie met een uitgebreid systeem van arbeidsrechten en sociale zekerheid, waarin de overheid, de werkgeversorganisaties en de vakbonden sociaaleconomische beleidsvormen bespreken en bepalen. De onderliggende veronderstelling is dat mensen zich bewust zijn van hun collectieve verantwoordelijkheid voor de samenleving (Metze, 2003).

Marxistische geleerden ontwikkelden de oudste en misschien wel het meest systematisch kritiek op het Angelsaksisch kapitalisme. Deze kritiek berust vooral op de hoge mate van ongelijkheid binnen het model. Critici stelden dat de invoering van een stakeholdersysteem binnen Angelsaksische economieën soortgelijke effecten kunnen hebben als de sociaaldemocratische patronen binnen het Rijnlands model. Anderen hebben erop gewezen dat het korte termijn karakter van investeringen binnen de Angelsaksische economieën in verband met de daling van de industriële productie op de lange termijn leiden tot een verschuiving van beter betaalde banen tot slechter betaalde banen in de dienstensector (Oxford Index, 2014).

Het bankensysteem van Europa is een gevolg van de overheersing van het Rijnlands model terwijl het markten-gebaseerd systeem in de Verenigde Staten een gevolg is van de overheersing van het Angelsaksisch model. Het verschil tussen het markt-gebaseerd en bank-gebaseerd systeem werd eerder in hoofdstuk 5 van deel 1 in deze scriptie beschreven.

2.2.2. Risicoaversie

Risicoaversie is een begrip binnen de economie dat is gebaseerd op het gedrag van consumenten en beleggers die zijn blootgesteld aan onzekerheid. Het is de terughoudendheid van een persoon om een overeenkomst met een onzekere uitbetaling te accepteren in plaats van een andere overeenkomst met een zekerdere, maar mogelijk lagere, verwachte uitbetaling (Benchimol, 2012).

Er is een algemene perceptie binnen de publieke opinie dat Europa preventiever, meer gereglementeerd en meer risicoavers is dan de Verenigde Staten. Amerikanen zijn naar verluidt individualistisch, durven risico te nemen en vertrouwen erop dat de technologie en de marktkrachten elk probleem zullen oplossen. Europa zou eerder proactief risico’s proberen te reguleren terwijl de Verenigde Staten eerder zouden wachten tot er effectief schade is om reguleringen toe te passen (Fabry, 2014).

Interessant is dat tussen de jaren zestig en het midden van de jaren tachtig van de vorige eeuw een aantal Amerikaanse regelgevingen strenger, innovatiever en uitgebreider waren dan die van Europese landen. Dit patroon is echter in het midden van de jaren tachtig veranderd. Nu zijn de EU-regelgevingen in de meeste gebieden strenger, innovatiever en uitgebreider dan de regelgevingen die in de Verenigde Staten zijn aangenomen. Sinds het midden van de jaren tachtig heeft de politieke invloed van de kiesdistricten, die meer risicoaversie bevorderen, het regulerende beleid versterkt in Europa terwijl het regulerende beleid sinds de vroege jaren negentig is afgenomen in de Verenigde Staten (Fabry, 2014).
Terwijl Europese beleidsmakers meer bereid zijn om ex ante regelgevingen te voorzien om de kans op risico te verminderen, zijn de Amerikaanse beleidsmakers meer terughoudend om dit te doen vanwege hun ervaring met falende regelgevingen als gevolg van valse positieven (waarbij een aanvankelijke bevinding van een risico met acceptabele schade nadien onjuist blijkt te zijn) (Vogel, 2002).

2.2.3. De financiële crisis en post-crisis reglementering


In 2001 kende de Amerikaanse economie een milde, kortstondige recessie. Hoewel de economie de terreuraanslagen goed doorstond waren de ineenstorting van de internetmarkt en boekhoudschandalen als aanvulling op deze terreuraanslagen de aanleiding voor deze recessie (Singh, 2015).

Om deze recessie weg te houden verlaagde de Federal Reserve de federal fund rate van 6,5 procent in mei 2000 naar 1,75 procent in december 2001 en naar 1 procent in juni 2003 (de laagste rente in de laatste 45 jaar) om zo een vloed aan liquiditeit in de economie te creëren. Door het gemakkelijk verkrijgen van kredieten en de opwaartse spiraal van huizenprijzen werd investeren in risicovolle hypothecaire leningen aantrekkelijk (Singh, 2015).

De hypothecaire leningen werden echter niet zelf door hypotheekbanken gefinancierd, maar werden snel door de hypotheekbanken aan derden doorverkocht. Deze leningen werden doorverkocht aan de hand van collateralized debt obligations (CDOs), waarbij een pakket obligaties is opgedeeld in veilige, enigszins veilige en risicovolle onderdelen. Elk onderdeel heeft een rentepercentage dat wordt uitbetaald afhankelijk van het risico van het betreffende onderdeel. Mede doordat deze producten samengesteld werden met derivaten werd het moeilijk om de waarde hiervan te schatten (Monteiro, 2012).

In augustus 2007 werd duidelijk dat de financiële markt de subprime-crisis niet zelf kon oplossen waardoor de problemen zich buiten de Verenigde Staten verspreidden.

De interbancaire markt bevroor volledig; dat was grotendeels te wijten aan de heersende angst voor het onbekende binnen de banken. Northern Rock, een Britse bank, moest de Bank of England benaderen voor noodzakelijke financiering wegens een liquiditeitsprobleem. In die tijd kwamen de centrale banken en regeringen over de hele wereld samen om een verdere financiële catastrofe te voorkomen. Door de subprime-crisis was er nood aan een gecoördineerde actie van centrale banken over de hele wereld om liquiditeitssteun te bieden aan financiële instellingen. Het doel was om de interbancaire markt weer op been te zetten. Echter, deze acties waren tevergeefs. Op 15 september 2008 vroeg de Amerikaanse investeringsbank Lehman Brothers het faillissement aan. Dit had ernstige gevolgen voor de financiële wereld: banken wilden elkaar geen geld meer lenen waardoor de volledige markt opdroogde en er een wereldwijde kredietcrisis ontstond (Singh, 2015).

In oktober 2008 verlaagde de Federal Reserve de fund rate en de discontovoet tot respectievelijk 1 procent en 1,75 procent. Ook de centrale banken in Engeland, China, Canada, Zweden, Zwitserland en de Europese Centrale Bank (ECB) verlaagden hun rentes om de wereldwoneconomie te helpen. Deze renteverlagingen en liquiditeitssteun waren echter niet voldoende om zo'n wijdverspreide financiële ineenstorting te stoppen (Singh, 2015).

Beleidsmakers hebben geprobeerd om de schade aan de financiële systemen en de economie te herstellen door een groot aantal financiële hervormingen toe te passen op zowel nationaal als internationaal niveau. De informele groep van toezichthouders en centrale banken die voorafgaand aan de crisis bijeenkwam in Bazel werd formeler in april 2009 door de oprichting van de Financial Stability Board (FSB). De FSB coördineert nu het werk van nationale financiële autoriteiten en norminstellingen op internationaal niveau en brengt de nationale autoriteiten die verantwoordelijk zijn voor de financiële stabiliteit bijeen. Zoals vermeld in hoofdstuk 4 in deel 1 van deze scriptie, kunnen een aantal van de belangrijkste hervormingen die onder leiding van de FSB zijn afgerond en worden uitgevoerd als volgt worden samengevat (Claessens, 2014):

- De toepassing van de Bazel III-kapitaaleisen, waaronder een anticyclische kapitaalbuffer en een toeslag voor mondiaal systeemrelevante financiële instellingen (G-SIFI’s). Beide vormen een eerste internationale poging om een macro-prudentieel hulpmiddel op te richten.
- De bereikte overeenkomst over een van de twee beoogde liquiditeitstandaarden - de LCR.
- Er is enige vooruitgang op het verminderen van too-big-to-fail, hogere kapitaalvereisten, intensiever toezicht en een aantal hervormingen van de national resolution schemes zodat falende instellingen kunnen worden hersteld zonder grote impact.
- Het vaststellen van de principes voor beheerst beloningsbeleid om stimulansen voor het nemen
van risico's te vermijden.

Daarnaast heeft de financiële schuldencrisis ook aangetoond hoe belangrijk het is voor banken kapitaalbuffers te voorzien die hen in staat stellen om extreme en onverwachte schokken op te vangen. Teneinde de veerkracht van de bankensector tijdens (negatieve) macro-economische en financiële ontwikkelingen te beoordelen, wordt vaak een macro stresstest gebruikt (Henry & Kok, 2013).

Een stress test is een analyse die wordt uitgevoerd onder ongunstige economische scenario’s en die ontworpen is met als doel het bepalen of een bank over genoeg kapitaal beschikt om de impact van deze ongunstige ontwikkelingen te weerstaan zonder financiële steun van de nationale overheden. Stresstests kunnen zowel intern door de banken worden uitgevoerd als door de toezichthoudende autoriteiten. Deze testen zijn bedoeld om zwaktes in een vroeg stadium in het bankwezen op te sporen, zodat er preventieve maatregelen kunnen worden genomen door de banken en toezichthouders (Investopedia, 2015).

2.2.4. **Taks incentives voor de verstrekkers van mezzaninefinanciering**

Wat betreft de verstrekkers van mezzaninefinanciering, zijn er verschillende taks incentives die gericht zijn op structuren of soorten van vennootschapsvormen, zoals Business Development Companies (BDC’s), Master Limited Partnerships (MLPs) en vastgoedbevaks die uitermate geschikt zijn voor mezzaninefinanciering.

### 2.2.4.1. **Business Development Companies (BDC’s)**

BDC’s zijn beursgenoteerde bedrijven die investeren in de groei van KMO’s. Een belangrijk verschil tussen BDC’s en venture capital fondsen is dat BDC’s ook kleinere, niet-geaccrediteerde beleggers toelaten te investeren in startende bedrijven. Eén van de redenen waarom BDC’s populair zijn geworden is dat ze het gebruik van mezzaninefinanciering mogelijk maken (Investopedia, 2015).

De meeste BDC’s betalen weinig of geen vennootschapsbelastingen, indien zij aan een aantal voorwaarden voldoen. Een paar voorbeelden van deze voorwaarden zijn:

1. er mag maximum 5 procent in één enkele onderneming geïnvesteerd worden
2. intercompany financiering[^16] is verboden
3. 90 procent van de winsten moeten als dividend uitgekeerd worden
4. de maximum “schulden over eigen vermogen” ratio mag niet meer dan één bedragen (Gabriëls, 2015).

[^16]: Intercompany financiering zijn leningen van de ene business unit van een bedrijf naar het andere.
2.2.4.2. Master Limited Partnerships (MLP’s)

MLP’s zijn beursverhandelde Noord-Amerikaanse vennootschappen met een speciale belastingstatus. Binnen deze vennootschap zijn er twee soorten vennoten: (1) De stille vennoot (limited partner) is de persoon of groep die het kapitaal verstrekt aan de MLP en periodieke inkomsten ontvangt afkomstig van de MLP’s kasstroom, terwijl (2) de beherende vennoot (general partner) verantwoordelijk is voor het beheer van de MLP’s en een vergoeding ontvangt gekoppeld aan de prestaties van de onderneming. (Investopedia, 2015).

Het voordeel van een MLP is dat het de fiscale voordelen van een limited partnership combineert met de liquiditeit van een beursgenoteerd bedrijf. De fiscale voordelen verbonden aan een limited partnership houden in dat de vennootschap geen belastingen betaalt op haar winsten, met als voorwaarde dat er geen dividenden worden uitgekeerd (Investopedia, 2015). Uiteraard kent deze vennootschapsvorm ook beperkingen. De voornaamste beperking van MLP’s is dat hun activiteiten voornamelijk moeten bestaan uit het financieren van grondstoffen, hoofdzakelijk olie en gas (Gabriëls, 2015).

2.2.4.3. Vastgoedbevak

Vastgoedbevaks zijn beursgenoteerde beleggingsvennootschappen die uitsluitend mogen investeren in commercieel vastgoed, zoals kantoorvastgoed, residentiële gebouwen, handelszaken en rusthuizen (MoneyTalk, 2013). Ook deze beleggingsvennootschappen worden vrijgesteld van vennootschapsbelastingen op voorwaarde dat ze 90 procent van de winsten uitkeren als dividenden (Gabriëls, 2015). Zoals eerder vermeld in het tweede hoofdstuk van deze scriptie, wordt mezzaninefinanciering vaak gebruikt voor het financieren van commercieel vastgoed.

2.2.5. Kwantitatieve versoepeling

Waardevolle ressourcen is een onconventioneel monetair beleid, waarin een centrale bank overheidsincentieven of andere effecten van de markt koopt om de rente te verlagen en de geldhoeveelheid in de economie te verhogen (Investopedia, 2015).

Net zoals het verlagen van rentetarieven, wordt kwantitatieve versoepeling verondersteld de economie te stimuleren door banken aan te moedigen meer kredieten te verstrekken. Met het nieuwe geld dat in de economie in omloop is, wordt verwacht dat de banken nieuwe activa kopen om de rente te verlagen, wat een positieve invloed zal hebben op de investeringen. Als men door kwantitatieve versoepeling de markten kan overtuigen dat de centrale bank ernstig is over het bestrijden van deflatie of van hoge werkloosheid, dan kan ook, door het verhoogde vertrouwen, de economische activiteit gestimuleerd worden (R.A., 2015).

2.2.5.1. Kwantitatieve versoepeling in de Verenigde Staten

De kwantitatieve versoepeling in combinatie met een lage rente, vrijgemaakt kapitaal in de Verenigde Staten en een aangemoedigde stijging van de risicobereidheid, heeft ervoor gezorgd dat de Amerikaanse aandelenprijzen sterk zijn gestegen sinds 2009. Daarnaast is ook de Amerikaanse werkloosheid fors gedaald en blijkt de Amerikaanse economie weer stabiel (Allen K., 2015).

2.2.5.2. Europese kwantitatieve versoepeling

"De gecombineerde maandelijkse aankopen van effecten van de publieke en private sector bedraagt 60 miljard euro," zei de heer Draghi op een persconferentie naar aanleiding van een vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB (Waterfield & Spence, 2015).

Het programma van kwantitatieve versoepeling wordt normaliter tot eind september 2016 uitgevoerd en zal in ieder geval voortgezet worden tot er een aanhoudende verandering is in inflatie. Dit betekent dat er voor minstens 1.1 triljoen euro aan ABS zal worden gekocht (Waterfield & Spence, 2015).
ABS zijn obligaties of andere schuldeffecten die een portefeuille van activa als onderpand hebben en uitgegeven worden door een juridische entiteit, genaamd buitenbalansvehikel, in het kader van securitisatie-transacties. Financiële instellingen zoals banken verkopen bepaalde activaklassen aan het buitenbalansvehikel om van hun kredieten verhandelbare effecten te maken met als doel hun balans te verbeteren (Astrid, 2014).
HOOFDSTUK 3: RESULTATEN
Dit hoofdstuk analyseert de hypothesen aan de hand van de variabelen die reeds verklaard zijn en de uitgebreide literatuurstudie.

(1) Het Angelsaksisch model van Amerika bevordert het gebruik van mezzaninefinanciering.

Bedrijfssystemen in verschillende landen van de wereld kunnen grofweg worden verdeeld in twee categorieën: (1) markt-gebaseerde systemen en (2) bank-gebaseerde systemen. Markt-gebaseerde systemen worden gekenmerkt door goede ontwikkelde financiële markten, een grote aanwezigheid van een open bedrijfscultuur en actieve markten voor bedrijfscontrole. Bank-gebaseerde systemen worden gekenmerkt door gesloten bedrijven met een inhoudelijke betrokkenheid van universele banken in de financiering en de controle van deze gesloten bedrijven. Landen gekenmerkt met het markt-gebaseerde systeem zijn de Angelsaksische landen zoals de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Canada en Australië. Het bank-gebaseerde systeem is wijd verspreid in veel landen van continentaal Europa (Moerland, 1993).

De Angelsaksische landen staan meer open voor financiële innovatie dan Europa omdat tradities zelden gemakkelijk te veranderen zijn. Dat is waarschijnlijk een van de belangrijkste redenen waarom alternatieve financieringsvormen nog niet zo geïntegreerd zijn in Europa als in de Verenigde Staten. De hoge bankintensiteit en de hoge loyaliteit tussen bankier en klant maakt het moeilijker voor onafhankelijke spelers om andere financieringsvormen aan te bieden (Thygesen, 2014).

Deze hoge loyaliteit tussen bankier en klant is na de financiële crisis echter verminderd. Doordat de banken minder bereid zijn om kredieten uit te geven en de bevolking haar vertrouwen in de banken is verloren, is er in Europa ook nood aan alternatieve financieringsvormen. Hoewel er na de financiële crisis een convergentie is geweest tussen de Angelsaksische en Rijnlandse landen, blijft er echter een duidelijk verschil tussen het Europese financiële systeem en dat van de Verenigde Staten. Doordat de Verenigde Staten gekenmerkt worden door een Angelsaksisch model zijn alternatieve financieringsvormen zoals mezzaninefinanciering al veel eerder geïntegreerd in het financieel systeem dan in continentaal Europa. De conclusie is dan ook dat er meer mezzaninefinanciering wordt uitgegeven in de Verenigde Staten dan in Europa ook al is er de laatste jaren een duidelijke verschuiving merkbaar binnen het Europese financiële systeem.

(2) In Europa wordt minder gefinancierd met mezzaninefinanciering omdat de risicoaversie van de investeerders groter is in Europa dan in de Verenigde Staten.

Studies tonen de invloed van culturele verschillen op het investeringsgedrag aan en hoe de culturele achtergrond van een individu het rendement op de financiële markten kan beïnvloeden. Thorsten Hens en Nilufer Caliskan hebben aanwijzingen gevonden dat de waardeprefie, het verschil tussen het verwachte
rendement van waardeaanhouders en groeiaandelen, hoger is in landen waar de risicoaversie hoger is zoals landen die gekenmerkt worden door het Rijnlands modell. Investerders uit een dergelijk gebied eisen een hogere waardeprieme voor waardeaanhouders. Een soortgelijke opmerking werd gemaakt voor de risicoprieme voor aandelen. De risicoprieme is het extra rendement dat een belegger verwacht bovenop de risicovrije rente. De risicoprieme geeft dus weer welke vergoeding wordt gekoppeld aan een belegging. De risicoprieme is het laagste in de Angelsaksische landen, zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk en het hoogste in Rijnlandse landen zoals Europese landen. Met andere woorden, beleggers in Angelsaksische landen zijn minder risicoavers dan beleggers in Rijnlandse landen (Enskog, 2015).

Doordat een mezzanineschuld meer risico bevat dan een bevoorrecht lening zullen risicoaverse traditionele investeerders, zoals banken, hogere eisen stellen bij het uitleenen van een mezzanineschuld. Door de culturele verschillen tussen Europa en de Verenigde Staten kunnen we stellen dat de Europese investeerders risicoaverser zijn dan Amerikaanse investeerders en dat de Europese banken minder gewillig zullen zijn om mezzaninekredieten te verstrekken dan Amerikaanse banken. Zoals eerder onderzocht wordt de Europese financiële sector gekenmerkt door een banken-gerelateerd systeem. Doordat banken in Europa de primaire kredietverstrekkers zijn zal deze hogere risicoaversie een grote impact hebben op de totale uitgegeven mezzanine leningen.

Hieruit mag de conclusie getrokken worden dat mezzaninefinanciering een minder gebruikte financieringsbron is in Europa dan in de Verenigde Staten omdat Europa meer risicoavers is.

(3) De strengere stress testen en de vroegere herkapitalisatie van de Amerikaanse banken hebben het gebruik van mezzaninefinanciering bevorderd.

Zoals al eerder vermeld, zijn de Bazel akkoorden normen uitgegeven door het Bazelse Comité van Bankentoezichthouders, opgericht onder leiding van de BIB, gevestigd in Bazel, Zwitserland. De Bazel akkoorden, die solvabiliteitsnormen van het bankwezen beheersen, gericht op de waarborg van financiële stabiliteit, zijn echter maar een algemeen kader (Mohane & Shenoy, 2014). De centrale banken in Europa en de Verenigde Staten hebben de gedetailleerde supervisie op een andere manier uitgevoerd. In 2011 zijn er zowel in Europa als in de Verenigde Staten stress testen uitgevoerd op de banken, met als doel zwaktes binnen de bancaire sector vroegtijdig te detecteren. Ook al hadden deze testen officieel hetzelfde doel, toch is aangenomen dat de stress test van 2011 in de Verenigde Staten veel strenger was dan deze van Europa. Het resultaat van de minder strenge Europese stress testen was dat de banken in Europa bleven aanmodderen. Nog in 2014 bleken zowel Espirito Santo17 als Montei dei Pashi di Siena18 zo goed als failliet te zijn, terwijl dit in de stress test van 2011 niet werd opgemerkt (Gabriëls, 2015). Daarnaast

17 Een grote Portugese bank
18 Een Italiaanse bank
hadden zowel de Deutsche Bank als Santander\textsuperscript{19} problemen bij de Amerikaanse stresstest van maart 2015. De Amerikaanse afdeling van de Deutsche bank, die voor het eerst de Amerikaanse stresstest nam, werd voor talrijke en belangrijke tekortkomingen in de wijze waarop potentiële verliezen worden berekend, afgewezen. Santander Holdings, de Amerikaanse afdeling van de Spaanse bank faalde voor de tweede keer voor de Amerikaanse stresstest. Ook Santander werd afgewezen omwille van grote tekortkomingen wat betreft kapitaalplannen en risico management (McGrane & Tracy, 2015).

Door de strengere Amerikaanse stresstests, hebben Amerikaanse banken vroeger orde op zaken moeten stellen dan Europese banken. Om maatregelen zoals kapitaalverhoging mogelijk te maken, is de Federal Reserve een uitermate soepel monetair beleid (kwantitatieve versoepeling) moeten gaan uitvoeren. Dit had als gevolg dat er onmiddellijk geld bij alternatieve kredietverstrekkers is terechtgekomen en dat na de vroegere herstructurering en de verhoogde geldhoeveelheid, de Amerikaanse banken ook vlugger overgegaan zijn tot betere kredietverlening (ook naar mezzanine kanalen) (Gabriëls, 2015).

In Europa daarentegen is in dezelfde periode (2009 - 2011) de indruk gewekt dat de crisis in Europa nog meeviel, waardoor de Europese centrale bank onder leiding van Jean-Claude Trichet een veel strenger monetair beleid heeft gevoerd dan de FED. Omdat tezelfdertijd de supervisie op de banken in Europa minder streng was dan in de Verenigde Staten, zijn de Europese banken onder gekapitaliseerd gebleven, met als resultaat een grotere risico aversie. Deze risico aversie heeft, zoals al vermeld bij de tweede hypothese, een negatieve invloed op het gebruik van mezzaninefinanciering. Pas na het aantreden van Mario Draghi in november 2011 is het beleid langzaam versoepeld en in 2014 heeft Mario Draghi besloten ook over te gaan tot kwantitatieve versoepeling (Gabriëls, 2015).

\textit{(4) Hogere tax incentives voor de verstrekkers van mezzaninefinanciering in de Verenigde Staten begunstigen het gebruik van mezzaninefinanciering.}

In Europa wordt er ook gewerkt aan belastingvoordelen voor mezzaninefinanciering, maar deze zijn veel beperkter dan in de Verenigde Staten en verschillend van land tot land. Door de verschillende belastingsystemen in Europa is het mogelijk gebruik te maken van de taksvoordelen van verschillende landen via het opzetten van bijvoorbeeld holdings\textsuperscript{20}, waardoor de hele financieringsstructuur tot weinig of geen belastingen leidt. Deze structuren worden vooral opgezet voor grote LBO’s, omdat ze te complex zijn voor KMO’s (Gabriëls, 2015).

Vanuit het standpunt van de verstrekker van mezzaninefinanciering is er dus qua taks incentives voor grote deals weinig verschil, want zowel in de Verenigde Staten als in Europa kunnen deze zeer tax efficiënt gestructureerd worden. Voor het verstrekken van mezzaninefinanciering naar KMO’s toe is er

\textsuperscript{19} Grootste Spaanse bank

\textsuperscript{20} Een holding is een vennootschap waarvan het voornaamste doel het beheren van deelnemingen is in andere vennootschappen.
wel een verschil in taks incentives tussen de Verenigde Staten en Europa (Gabriëls, 2015).

In de Verenigde Staten zijn er namelijk vennootschapsvormen, zoals BDC’s, MLP’s en vastgoedbevaks die voor mezzaninefinanciering taksvoordelen met zich meebrengen. Deze vennootschapsvormen zijn echter vrijwel onbekend in Europa, doordat het Europees systeem meer op banken is gebaseerd.

Sedert een aantal jaar is er echter een verandering te merken op de beursgenoteerde vastgoedmarkt. Vastgoedbevaks worden sinds kort ook steeds meer in Europese landen geïntroduceerd, doordat Europese investeerders meer investeren in hoog rendabele activa naar aanleiding van de Europese kwantitatieve versoepeling. Nederland, België en Frankrijk beschikken reeds over een vastgoedbevaks structuur en door de fiscale voordelen is de kans groot dat vele andere Europese landen binnenkort zullen volgen (Pirolo & Whelan, 2014).

Ook al worden vastgoedbevaks steeds popularder bij de Europese investeerder, toch moet ik vaststellen dat er meer vennootschapsstructuren bestaan in de Verenigde Staten die taksvoordelen bieden voor mezzaninefinanciering. Dit zal ongetwijfeld een positieve invloed hebben op het gebruik van mezzaninefinanciering in de Verenigde Staten.

(5) De kwantitatieve versoepeling heeft een positieve invloed op het gebruik van mezzaninefinanciering.

In de Verenigde Staten was de voormalige voorzitter van de Fed, Ben Bernanke, door zijn historische kennis van de jaren dertig, ervan overtuigd dat de bankencrisis van 2008 gevolgd zou worden door een grote deflatoire schok met rampzalige gevolgen. Dit in combinatie met de vroege herkapitalisatie van de Amerikaanse banken, heeft ervoor gezorgd dat de Fed bijna onmiddellijk is overgegaan tot kwantitatieve versoepeling (Gabriëls, 2015).

Doordat kwantitatieve versoepeling, indien die te laat wordt stopgezet, een hoge inflatie kan veroorzaken, hebben de Duitsers en dus Europa lang volgehouden dat kwantitatieve versoepeling niet nodig was. In 2014 was het echter ook in Europa duidelijk dat deflatie een groot gevaar was, waardoor Mario Draghi toch heeft besloten over te gaan tot kwantitatieve versoepeling (Gabriëls, 2015).

In eerste instantie ging de Europese centrale bank enkel overheidsobligaties opkopen om de interestvoeten te verlagen en zo het verstrekken van leningen te stimuleren. Door het opkopen van overheidsobligaties komt er echter geen extra geld in het systeem terecht. Hierdoor bleek kwantitatieve versoepeling in Europa een slag in het water te zijn. Doordat de Duitse centrale bank zich uitermate verzette tegen het voorstel om ook, zoals in de Verenigde Staten, bedrijfsobligaties op te kopen, bracht Mario Draghi een creatief idee aan. Door de ECB ABS op te laten komen, komt er wel onmiddellijk meer geld in omloop, wat ook een positieve impact zal hebben op het gebruik van mezzaninefinanciering. (Gabriëls, 2015).
Versoepelingsmaatregelen verlagen dus de rentes van overheids- en bedrijfsobligaties, waardoor beleggers worden aangespoord te beleggen in speculatieve hoogrentende obligaties, zoals mezzanine-instrumenten (Masset, 2015). Hierdoor kan men concluderen dat mezzaninefinanciering een financieringsbron is die meer geïntegreerd is in de Verenigde Staten dan in Europa, omdat de Fed na de financiële crisis sneller is overgegaan tot een soepeler monetair beleid.

(6) Door de financiële crisis en de post-crisis maatregelen is er in Europa nood aan alternatieve financiering.

Ondernemingen zijn sinds een lange tijd sterk afhankelijk van traditionele bankfinanciering. De financiële crisis heeft echter aangetoond dat het noodzakelijk is om het aanbod van alternatieve financieringsinstrumenten uit te breiden om zo de financiering van KMO’s en ondernemers te verbeteren (Wehinger, 2013).

Het bankkrediet is tot op vandaag voor de gemiddelde Europese onderneming nog steeds de meest gebruikte vorm van externe financiering, maar de financiële crisis en de post-crisis maatregelen zoals de Basel akkoorden hebben ervoor gezorgd dat een traditionele bankfinanciering bekomen niet meer zo vanzelfsprekend is (Brokamp, Hollasch, Lehmann, & Meyer, 2004). Banken zijn veel kritischer geworden bij het verstrekken van kredieten en hebben veel meer eisen waar weinig ondernemingen nog aan kunnen voldoen. Daarom worden alternatieve financieringsvormen, zoals mezzanine schulden, in Europa steeds meer gebruikt als aanvulling op traditionele schuldfinancieringen (Glen, 2006).

\[\text{Figuur 2: De verschuiving van bankleningen naar alternatieve financiering }\]
\[\text{Bron: Allen & Overy, 2014}\]
Dit wordt nogmaals bewezen in het rapport van Allen & Overy (2014). De bovenstaande figuur toont aan dat bijna de helft (47 procent) van de 218 ondervraagde financiële directeurs van West-Europese bedrijven verwachten dat het gebruik van alternatieve financieringsvormen de komende vijf jaar zal verhogen, terwijl er slechts 13 procent denkt dat het gebruik zal afnemen. Een groot deel van de stijging van alternatieve financiering zal ten koste gaan van de bancaire kredietverlening waarvan de ondervraagden denken dat het gebruik van deze financieringsvorm het meest zal afnemen. De meerderheid van de ondervraagden denkt dat de financiering a.d.h.v. kapitaalmarkten gelijk zal blijven.
DEEL III: CONCLUSIE EN BEPERKINGEN

HOOFDSTUK 1: CONCLUSIE

Mezzaninefinanciering als financieringsinstrument, dat elementen combineert van vreemd vermogen en eigen vermogen, is geen nieuw fenomeen. Mezzanine-instrumenten werden veel gebruikt voor met vreemd vermogen gefinancierde transacties in de Verenigde Staten tijdens de jaren tachtig van de vorige eeuw. Dat decennium werd gekenmerkt door een hoge mate van productinnovatie op de financiële markten (Sturgess & Leen, 1991). Deze financiële innovatie creëerde tal van financiële producten die vandaag de dag worden beschouwd als ingeburgerde financieringsinstrumenten.

In tegenstelling tot de ontwikkelingen in de Verenigde Staten waren mezzanine-instrumenten veel minder populair in Europa (Sturgess & Leen, 1991) omdat de Verenigde Staten Angelsaksisch zijn en het financieel systeem dus meer markt-gebaseerd is en Europa een Rijnlands model kent dat meer bankengebaseerd is. In landen met een bankengebaseerd systeem zijn traditionele banken de primaire intermediair voor financiering. Hierdoor staan deze landen minder open voor alternatieve financieringsvormen dan landen gekenmerkt door een markt-gebaseerd systeem. Naast het cultureel verschil en de betere ontwikkelde kapitaalmarkten, hebben ook de taks incentives verbonden aan specifieke Amerikaanse vennootschapsvormen, de snellere herkapitalisatie van de Amerikaanse banken en het soepeler Amerikaans monetair beleid het gebruik van mezzaninefinanciering gestimuleerd in de Verenigde Staten.

Tegenwoordig is mezzaninefinanciering echter dramatisch gegroeid in Europa als gevolg van een steeds strenger wordende toegang tot financiering. De groei van alternatieve financieringsvormen is mogelijk door de verlaagde bestaande kredietlijnen en het moeilijker verkrijgen van nieuwe leningen van traditionele kredietverstrekkers. Ook de toegang tot de publieke kapitaalmarkten is vrijwel onbestaand.

Bovendien worden ondernemingen door de nieuwe omstandigheden die door de internationale financiële crisis zijn ontstaan, geconfronteerd met een moeilijke economische toestand en een toenemende behoefte aan grote investeringen. Ook de aanhoudende onrust op de financiële markten maakte traditionele geldscheters meer risicoavers en bijgevolg werden de beschikbare kredieten nog meer beperkt (Giurca, 2009). Tot op heden zijn de belangrijkste verstrekkers van mezzanine leningen in Europa de kredietinstellingen. Maar door de stijgende risicoaversie, de implementatie van het Bazel III-akkoord en de onrust op financiële markten zijn ook mezzanineschulden uitgegeven door traditionele kredietgevers na de financiële crisis en de post-crisis maatregelen niet meer zo vanzelfsprekend. Dit betekent echter niet dat de totale financiering met mezzanineschulden in Europa zal dalen, integendeel.

Doordat banken minder bereid zijn om kredieten uit te geven zullen Europese bedrijven een beroep
moeten doen op andere financiële intermediairs en hun alternatieve financieringsvormen. De mezzanineschuldenmarkt is door deze steeds strenger wordende toegang tot traditionele financiering uitgegroeid tot een geloofwaardige alternatieve bron van schuldfinanciering die steeds meer als aanvulling op de klassieke schuldfinanciering wordt gebruikt door Europese KMO’s. Mezzanineschuld wordt in Europa gebruikt voor het financieren van:

(1) 65 procent van de KMO buy-outs;
(2) 80 procent van de autonome groei voor KMO’s;
(3) 35 procent van de buy-outs van grote gekapitaliseerde bedrijven;
(4) 20 procent van de autonome groei van grote gekapitaliseerde bedrijven (Idinvest Partners, 2014).

Men kan dus concluderen dat mezzaninefinanciering een financieringsinstrument is dat al langer ingebaraggerd is in de Verenigde Staten, waardoor deze alternatieve financieringsvorm nog steeds meer gebruikt wordt in de Verenigde Staten dan in Europa. Dit zal echter in de toekomst veranderen aangezien alternatieve financieringsvormen en dus mezzanine-instrumenten in Europa aanzienlijk groeien als gevolg van de financiële crisis en de post-crisis maatregelen. Deze alternatieve financieringsvormen zullen echter door de financiële crisis en de post-crisis maatregelen worden bekomen door andere intermediairs dan traditionele banken.
HOOFDSTUK 2: Beperkingen

In deze scriptie heb ik onderzocht of mezzaninefinanciering een meer gebruikte financieringsvorm is in de Verenigde Staten dan in Europa en wat de mogelijke oorzaken hiervan zijn.

De voornaamste beperking van deze studie uit zich in het gebrek aan voldoende data die deze stelling ondersteunen. Het was aanvankelijk de bedoeling om gedeeltelijk gebruik te maken van een kwantitatief onderzoek met als data het aantal uitgegeven mezzanine leningen door de jaren heen van de vijf grootste Europese en Amerikaanse banken en mezzaninefondsen. Echter, door het gebrek aan medewerking heb ik ervoor moeten kiezen om een volledig kwalitatief onderzoek uit te voeren.

Tot slot was ik ook niet in staat om genoeg informatie te verzamelen over de impact van mezzaninefinanciering op de kredietrating. Aangezien de kredietrating afhankelijk is van de soort mezzaninefinanciering en verschillend is van land tot land was het moeilijk om een duidelijk beeld te scheppen over deze impact in zowel de Verenigde Staten als in Europa.
Bibliografie

1. Rapporten

Allen & Overy (2014). *Funding European business: What’s the alternative?*. Allen & Overy LLP.


Wehinger, G. (2013). *SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*. OECD.


### 2. Boeken


3. Studies


4. Persoonlijke communicatie

Gabriëls, B. (2015). *Voormalige partner bij PWC*

5. Websites


6. Academische lessen


7. Masterproeven
