

*Dr. G. Rietkerk**

De verschaffing van risicodragend vermogen onder de Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen

1. Inleiding

Het bedrijfsleven heeft gebrek aan risicodragend vermogen. Het ondernemend vermogen van Nederlandse ondernemingen buiten de sector bank-, krediet- en verzekeringswezen en beleggingsinstellingen met aan de effectenbeurs officieel genoteerde aandelen is gedaald van 59 % in 1965 tot 36 % van het totale vermogen in 1980.¹ De vijf internationale concerns, AKZO, Hoogovens, Koninklijke Olie, Philips en Unilever, domineren zeer in deze gegevens. Zij hadden bijvoorbeeld in 1980 een gezamenlijk balanstotaal dat 70 % vormde van het totale vermogen van genoemde beurs-NV's. Als we uit het totaal de industriële beurs-NV's, die niet tot de 'grote 5' behoren, lichten dan blijkt bij deze categorie ondernemingen het procentuele aandeel van het ondernemend vermogen in het totale vermogen sedert 1965 meer dan gehalveerd te zijn en wel van 47 % in 1965 tot 23 % in 1980.² Dit beeld vertoont ook een grotere groep ondernemingen dan de beurs-NV's, die volgens De Nederlandsche Bank als de meer financieel krachtige bedrijven mogen worden aangemerkt. 'De indruk bestaat', aldus de Bank, 'dat bij het overige bedrijfsleven in het algemeen sprake is van een nog lager eigen vermogen in verhouding tot het balanstotaal.'³ Advokaat meldde dat van alle ondernemingen, die van bankkrediet gebruikmaken het eigen vermogen is gedaald van 40 à 50 % van het balanstotaal eind jaren zestig tot nog maar 20 % vandaag de dag.⁴

De groei van de vermogensbehoefte van ondernemingen is in de afgelopen decennia vooral gefinancierd door aantrekking van vermogen met vaste rente- en aflossingsverplichtingen. Deze ontwikkeling heeft geleid tot een aanzienlijke verslechtering van de solvabiliteit en de dekkingsratios. Voeg daarbij de winsterosie van het bedrijfsleven⁵ en het zal duidelijk zijn dat voor talloze bedrijven de leencapaciteit uitgeput raakte. Door middel van achtergestelde leningen en sinds kort kapitaalkredieten, tracht men de leenruimte nog wat op te rekken, doch veel meer dan symptoombestrijding kan dit niet worden genoemd. De fundamentele aanpak is welbekend: breng het bedrijfsleven op een zodanig winstgevend niveau dat voor risicodragend vermogen een billijke vergoeding betaald kan worden. Vermogensverschaffers kunnen dan uit vrije keus verantwoord risicodragend vermogen ter beschikking stellen. De eerste aanzetten voor dit noodzakelijke winstherstel zijn gegeven, maar helaas onder een ongelukkig gesternte: stagnerende groei van de wereldhandel, teruglopende koopkracht, waardestijging gulden,

inkomensnivellering en grotere onzekerheid over de toekomstige inkomenspositie. Het weer op peil brengen van de rendementspositie van het bedrijfsleven zal nog een lange weg hebben te gaan en gevreesd moet worden dat we nog enige tijd voort moeten met pijnstillers als achtergestelde leningen en kapitaalkredieten, die de nare eigenschap hebben de ziektesymptomen te maskeren. Een nieuwe ontwikkeling is dat aan deze 'soft' medicamenten een krachtiger middel zal worden toegevoegd: de injectienaald. Bedrijven kunnen zich laten injecteren met het beproefde medicijn dat risicodragend vermogen heet. Projecten, die de rendements-toets kunnen doorstaan en kansrijk zijn, kunnen van de grond getild worden door middel van risicodragende financieringssteun van de zijde van de nieuw op te richten Maatschappij voor Industriële Projecten (MIP) en particuliere participatiemaatschappijen. Beide instituties worden door de overheid begunstigd bij het uitoefenen van hun heilzame werk. Daar het aanbod van risicodragend vermogen via deze instellingen niet op (vrije) marktconforme voorwaarden zal geschieden, zijn ook deze financierings-instrumenten nog steeds te betitelen als symptoombestrijdingen. Niettemin kunnen thans door verschaffingen van risicodragend vermogen vanuit deze instellingen een aantal activiteiten tot ontwikkeling worden gebracht, die anders het embryonale stadium vermoedelijk niet zouden overleven. De keerzijde is dat partiële maatregelen als oprichting MIP en particuliere participatiemaatschappijen (hierna ppm) de generale voorwaarden voor een herstel en een gezonde ontwikkeling van de markt voor risicodragend vermogen verstoren of de aandacht van het eigenlijke probleem afleiden. In het volgende willen wij de ppm als mogelijke verschaffer van risicodragend vermogen nader beschouwen.

2. Werkingssfeer ppm

Op 23 juni 1981 is in werking getreden de 'Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen 1981' ter bevordering van de oprichting en de ontwikkeling van particuliere participatiemaatschappijen, die nieuw risicodragend vermogen moeten gaan verschaffen aan kleine en middelgrote ondernemingen in Nederland.⁶ De regering beoogt met deze garantieregeling de totstandkoming van nieuwe ondernemingen in de innovatieve sfeer en de groei van bestaande ondernemingen te stimuleren. Hiervan wordt een uitbreiding van de werkgelegenheid verwacht. Gehoopt wordt op dezelfde gunstige effecten, die de 'small business investment companies' in de Verenigde Staten hebben te zien gegeven en die in belangrijke mate model hebben gestaan voor de thans in ons land beoogde ppm's.⁷

De garantieregeling houdt in dat ppm's, die participaties nemen in kleine en middelgrote ondernemingen en later bij vervreemding van een participatie of bij liquidatie van de NV of BV waarin is deelgenomen, verlies lijden, tot 50% van het geleden verlies vergoed kunnen krijgen ten laste van 's Rijks schatkist. De andere helft van het verlies is voor rekening van de ppm zelf. Onder kleine of middelgrote onderneming wordt verstaan een onderneming met niet meer dan 500 werknemers of als zij deel uitmaakt van een concern ligt de grens op 1000 werknemers voor het gehele concern.

De garantieregeling is niet van toepassing op participaties in het bank-, verzekerings- en beleggingswezen en de onroerend-goed-exploitatiemaatschappijen.

De participatie van een ppm in een NV of BV kan de vorm aannemen van een aandelenparticipatie (gewone, preferente, cumulatief preferente of cumulatief preferente winstdelende aandelen) of de verschaffing van een in aandelen converteerbare achtergestelde lening in combinatie met tenminste 5% deelneming in het aandelenvermogen van de desbetreffende NV of BV.

De ppm, die voor de verliesvergoeding in aanmerking wil komen, dient te worden erkend door De Nederlandsche Bank, die als toezichthouder is aangewezen.

3. Financiers ppm

Wie kunnen een ppm oprichten? Natuurlijke personen, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, banken en andere z.g. niet-financiële bedrijven. De aandelen van de ppm dienen op naam te staan, het gestorte aandelenvermogen moet tenminste f 1 mln bedragen en dient in contanten te worden voldaan. Inbreng in natura is dus niet toegestaan.

Per groep mogelijke oprichters/financiers zullen we trachten aan te geven in hoeverre belangstelling voor het nieuwe verschijnsel ppm is te verwachten.

3.1. Natuurlijke personen

Teneinde te bevorderen dat natuurlijke personen het aandeelhouderschap van een ppm zullen ambiëren, heeft de minister van financiën met grote gulheid een vrijstelling van inkomstenbelasting tot een bedrag van f 1000,- dividend per jaar op de aandelen van een ppm, verleend. Dit betekent dat bij een gewenst dividendrendement van bijvoorbeeld 6 $\frac{1}{4}$ % per jaar de dividendopbrengsten van een vermogensinbreng in de ppm van f 16.000,- fiscaal onbelast zijn.

Tot nu toe hebben natuurlijke personen nauwelijks interesse getoond voor het deelnemen in een op te richten ppm. Er zijn verschillende verklaringen voor. Een ppm zal pas tot een acceptabele risicospreiding komen als een twintigtal participaties in ondernemingen uit verschillende bedrijfstakken is verkregen.⁸ In verband met de hoge selectiekosten verbonden aan het vinden van aanvaardbare participaties en de noodzakelijke begeleiding van en managementsteun aan de onderneming waarin wordt deelgenomen, zullen de participaties minimaal f 200.000,- à f 300.000,- groot moeten zijn. Verder zal de ppm professioneel bestuurd moeten worden. Al deze factoren tezamen doen vermoeden dat een levensvatbare ppm na een aanlooperperiode een belegd vermogen van enige tientallen miljoenen gulden zal moeten hebben indien men de ratio jaarlijkse beheerkosten/belegd vermogen op een redelijk peil wil houden.⁹ Er van uitgaande dat maximaal de helft van de benodigde middelen met vreemd vermogen kan worden gefinancierd, zal - gegeven de onbetekenende dividendvrijstelling - een zeer groot aantal natuurlijke personen op een of andere wijze elkaar moeten

vinden om de andere helft, het eigen vermogen, bijeen te brengen. Een bijna onmogelijke opgave; het is tenslotte niet een eenmaal per jaar te organiseren popconcert.

In de tweede plaats vormen de bepalingen in de garantieregeling, die een oneigenlijk gebruik beogen tegen te gaan, een zware belemmering voor natuurlijke personen om een participatiemaatschappij op te richten. Er zal namelijk geen overheidsbijdrage in het verlies worden verstrekt indien de ppm tezamen met haar aandeelhouders en bestuurders overwegende zeggenschap over tenminste de helft van het geplaatste aandelenvermogen van de desbetreffende onderneming heeft uitgeoefend of indien de aandeelhouders en bestuurders van de ppm zelf tezamen overwegende zeggenschap over tenminste 10% van het geplaatste aandelenvermogen van die onderneming hebben uitgeoefend. Verder wordt ook geen vergoeding toegekend indien een houder van tenminste 10% van het aandelenvermogen van de ppm of een bestuurder van de ppm alleen of tezamen met anderen een bedrijf heeft uitgeoefend dat gelijk of verwant is aan het door de onderneming, waarin wordt geparticipeerd, uitgeoefende bedrijf, en tevens in de uitoefening van dat bedrijf een vaste afnemersrelatie met deze onderneming heeft gehad. Hoe goed bedoeld deze preventieve anti-misbruikregels ongetwijfeld zullen zijn, voor een ppm met een groot aantal natuurlijke personen als aandeelhouders vormen zij een extra risico. We zullen dit aan de hand van de volgende denkbeeldige casus toelichten. Stel dat de ppm op het ogenblik van verwerving van een participatie in onderneming X bij de talrijke aandeelhouders van de ppm heeft nagevraagd en geverifieerd wat hun belang is bij onderneming X en dat de hierboven genoemde beperkingen niet bestaan om voor een verliesbijdrage in aanmerking te komen, mocht op de participatie verlies worden geleden. Een aantal jaren later verkoopt de ppm haar participatie. De verkoopprijs is lager dan de verkrijgingsprijs (= historische aanschafprijs) van de participatie en de ppm claimt een vergoeding conform de garantieregeling. Nu komt aan het licht dat onderneming X na de totstandkoming van de participatie van de ppm met een verwant bedrijf Y een normale leveranciersrelatie is aangegaan. Onderneming Y heeft dus een afnemersrelatie met X. Tevens blijkt dat een aandeelhouder met een belang van 10% in het aandelenvermogen van de ppm ook een 80% belang heeft in onderneming Y. Deze aandeelhouder bemoeit zich niet met de dagelijkse gang van zaken bij onderneming Y, noch bij de ppm. Hij is onkundig van de handelsrelatie tussen X en Y en als hij het al zou hebben geweten, zou hij waarschijnlijk niet op het idee zijn gekomen, dat het consequenties kan hebben voor de ppm waarin hij belegt. Duidelijk is dat hier geen sprake is van een unfaire wijze van zaken doen. Toch kan nu op formele gronden de verliesvergoeding aan de ppm worden geweigerd. Het wel verstrekken van een verliesvergoeding zou op basis van de bepalingen van de garantieregeling kunnen worden aangevochten. Dit is maar één van de mogelijke casussen, die kunnen laten zien dat de ppm door de detaillistische aard van de regeling het risico loopt een ingecalculeerde vergoeding te missen. En dan spreken we nog maar niet over de consequenties, die vererving of verhandeling van de aandelen in een ppm in dit opzicht kunnen hebben.

Tenslotte is nog een derde nadelig aspect voor de natuurlijke persoon-aandeelhouder in een ppm de illiquiditeit van het aandelenbezit in een ppm. De aandelen zijn op naam gesteld en de waarde van de aandelen is moeilijk te bepalen. De waardebepaling van de ppm-aandelen zou moeten berusten op een waardebepaling van de participaties van de ppm, waarvoor objectieve marktprijzen dikwijls zullen ontbreken.

De genoemde drie redenen geven m.i. een voldoende verklaring voor het uitblijven van interesse van natuurlijke personen voor deelneming aan ppm's. Het lijkt er veel op dat de ministers van financiën en economische zaken, die de eerstverantwoordelijken zijn voor de garantieregeling ppm, de positie van natuurlijke personen in het geheel van de regeling verkeerd hebben beoordeeld en dat de voor hen bedoelde f 1000,- dividendvrijstelling een overbodige geste was. Wellicht kan de budgettaire ruimte, die voor deze vrijstelling is gereserveerd, worden aangewend voor verhoging van de algemene dividendvrijstelling van f 500,-, die aan natuurlijke personen wordt verleend ter mitigering van de dubbele belastingheffing op uitgekeerde winsten. Het voordeel hiervan zou zijn dat verstrekking van risicodragend vermogen op marktconforme voorwaarden wordt bevorderd.

3.2. Pensioenfondsen

Ook de pensioenfondsen houden zich (nog) afzijdig. In tegenstelling tot de pensioenfondsen in de Verenigde Staten en Groot-Brittannië beleggen Nederlandse pensioenfondsen bijna volledig in de risicomijdende sfeer¹⁰, waarbij de laatste jaren het deel dat belegd wordt in schuldtitels van de overheid steeds groter wordt. Het grotendeels uitgeput zijn van de leenruimte bij particuliere ondernemingen en de slechte winstgevendheid van het bedrijfsleven in het algemeen zullen aan dit beleid niet vreemd zijn. Wanneer de terughoudendheid van de pensioenfondsen al bestaat ten aanzien van de verstrekking van vastrentend vermogen aan particuliere bedrijven, hoeveel te meer zal dan niet de afkerigheid van verschaffing van risicodragend vermogen zijn? Pensioenfondsen zullen vanwege hun vaste verplichtingen tegenover verzekerden naar solide beleggingen moeten streven.¹¹ Gegeven de ruime beschikbaarheid van nieuwe door de overheid afgegeven schuldtitels zonder kwaliteitsrisico als beleggingsmateriaal zal er weinig aandrang bij de pensioenfondsen bestaan extra gelden te steken in een zo risicovolle onderneming als een ppm. Wanneer zij er toch toe overgaan, zou dit weleens een substitutie voor gewone beleggingen in aandelen kunnen zijn, daar de garantieregeling de mogelijkheid biedt een deel van het geïnvesteerde bedrag te recupereren. Er is evenwel nog een bezwaar voor pensioenfondsen om aandelen in een ppm te nemen. Ppm-aandelen zijn praktisch niet verhandelbaar, waardoor de flexibiliteit van het beleggingsbeleid van het pensioenfonds nadelig wordt beïnvloed. We moeten dus concluderen dat uit het grote middelenreservoir van de pensioenfondsen onder de huidige omstandigheden weinig of geen gelden in de richting van de ppm's zullen worden gedirigeerd.

3.3. Levensverzekeringsmaatschappijen

De grote levensverzekeraars in ons land blijken wel in de ppm geïnteresseerd

te zijn. In tegenstelling tot de pensioenfondsen, die niet belastingplichtig zijn, hebben zij baat bij de deelnemingsvrijstelling krachtens art. 13 van de Wet op de Vennootschapsbelasting. De deelnemingsvrijstelling geldt ook als de ppm voor minder dan 5% in het aandelenvermogen van een onderneming participeert. Deze fiscale faciliteit houdt in dat dividend en koerswinst bij vervreemding van een participatie onbelast blijven. Verliezen bij liquidatie van een vennootschap waarin werd deelgenomen, zijn wel aftrekbaar. Bovendien kunnen aandeelhouders in een ppm fiscale verliezen van de ppm onder het regime van de fiscale eenheid ten laste van de concernresultatenrekening brengen.¹²

Voor de verzekeringsmaatschappijen kan de verstrekking van risicodragend vermogen via een ppm onder de garantieregeling een aantrekkelijker beleggingsalternatief vormen in termen van rendement en risico voor de huidige aandelenbeleggingen, dankzij de mogelijkheid tot 50% van het verlies op een participatie vergoed te kunnen krijgen. Onder de huidige omstandigheden zou de niet marktconform werkende erkende ppm derhalve tot substitutie in de risicodragende beleggingenportefeuilles van verzekeringsmaatschappijen kunnen leiden in plaats van tot een vergroting van het totale aanbod van risicodragend vermogen van die zijde. Dit gevaar kan slechts worden afgewend indien het bedrijfsleven op korte termijn in staat wordt gesteld de rentabiliteit duurzaam tot een redelijk niveau op te krikken. In dat geval kunnen verzekeringsmaatschappijen een groter deel van de belegde premiereserves op dezelfde rendement-risico afwegingen verantwoord in de risicodragende sfeer steken.

3.4. Banken

De algemene banken zijn min of meer voortvarend aan de slag gegaan met de oprichting van ppm's, al of niet tezamen met verzekeringsmaatschappijen, daartoe mede in staat gesteld door een eerdere verruiming van het op grond van artikel 25 Wet Toezicht Kredietwezen door De Nederlandsche Bank te voeren beleid met betrekking tot het deelnemen door banken in het aandelenvermogen van ondernemingen.¹³ Tot nu toe verbood art. 25 WTK banken deelnemingen van meer dan 5% te verwerven, behoudens een verklaring van geen bezwaar van De Nederlandsche Bank. De Bank hanteert dit artikel om een ontwikkeling in de richting van 'banque d'affaires' of industriebanken te voorkomen.¹⁴ De verruiming van het beleid van de Bank houdt in dat onder bepaalde voorwaarden een deelneming groter mag zijn dan 5%. Deelnemingen, die banken direkt of indirekt (via een participatiemaatschappij) willen verwerven, dienen wel - om een ongewenste concentratie van macht bij het bankwezen tegen te gaan - minderheidsbelangen te zijn, die een bedrag van f 2,5 mln niet te boven gaan en die in beginsel voor een termijn van ten hoogste vijf jaar worden gehouden. Tevens is in het kader van het bedrijfseconomische toezicht van De Nederlandsche Bank op de banken een grens gesteld aan het bedrag van de totale door één bank onder dit regime verworven deelnemingen en wordt een 50% solvabiliteitsbelasting verlangd. Voorzover het risico van een gemelde participatie bij een bank-ppm die onder de garantieregeling functioneert, op de overheid is afgewenteld, zal geen solvabiliteitsbelasting

gelden.¹⁵ Ter vergelijking diene dat de niet-bank ppm's in principe tot een bedrag van f 4 mln kunnen participeren in één onderneming zonder de mogelijkheid van vergoeding krachtens de garantieregeling te verliezen, mits er geen andere ppm's zijn, die bij de toezichthouder gemelde participaties in dezelfde onderneming aanhouden.¹⁶ Verder geldt voor de niet-bank ppm geen tijdsduurbepanking voor het houden van een participatie. De omvang van de participatie en de bezitsperiode daarvan zijn voor een bank-ppm dus beperkter dan voor de overige ppm's. Ten aanzien van de bezitsperiode voorziet De Nederlandsche Bank wel problemen voor de banken. Daarom sluit zij verlenging van deze termijn niet uit, mits de bank een verzoek tot verlenging deugdelijk motiveert. Voor participaties in bijvoorbeeld 'new ventures' waar na vijf jaar nog geen mogelijkheid voor een rendabele afstoting is ontstaan, zal deze verlenging geen probleem vormen.

In 1981 heeft De Nederlandsche Bank slechts 12 verklaringen van geen bezwaar afgegeven op grond van de circulaire van 15 september 1980, waarin de verruiming van het beleid ten aanzien van deelnemingen van banken werd aangekondigd.¹⁷ Voor alle duidelijkheid zij nog opgemerkt, dat de verruiming van het deelnemingenbeleid niet beperkt is tot bankparticipaties onder de garantieregeling. De banken kunnen dus ook participaties in ondernemingen aanhouden, die niet bij de toezichthouder worden gemeld. In feite betreffen de meeste van de genoemde 12 deelnemingen door banken of misschien wel alle z.g. niet onder de garantieregeling vallende participaties.¹⁸

De oprichting van ppm's door verschillende banken wijst op belangstelling van die zijde voor het verstrekken van risicodragend vermogen aan kleine en middelgrote ondernemingen. In de afgelopen jaren zijn de banken op steeds grotere schaal betrokken geraakt bij de financiering van ondernemingen, die niet in staat bleken extern risicodragend vermogen aan te trekken. De daling van de rentabiliteit over het geïnvesteerde vermogen van bedrijven en het uitgeput raken van de leenruimte of de overschrijding daarvan hebben het door de banken verstrekte leenvermogen in vele gevallen feitelijk risicodragend gemaakt, zonder dat zij een daarbij passende risicopremie in de rentevergoeding bedongen. Van bancaire gezichtspunt is het begrijpelijk dat als men toch feitelijk risicodragend vermogen verstrekt, men het bestje dan maar beter bij de naam kan noemen en hullen in de bijpassende vacht. Niet uitgesloten is dus dat bij de banken sprake zou kunnen zijn van substitutie van risicodragend vermogen voor formeel leenvermogen van een hoge risicograad dat anders verleend zou zijn bij nieuwe vermogensverstrekkingen, al zullen uiteraard ook wel nieuwe vermogensverstrekkingen worden geëffectueerd, die anders achterwege hadden moeten blijven. Voor de banken is dan de garantieregeling een stimulans om in de vermogensbehoefte van een onderneming te voorzien door middel van risicodragend vermogen in plaats van vastrentend vermogen met aflossingsverplichting. Immers, in het geval een keuze moet worden gedaan uit twee kwaden, zal de bank voor het kleinste onheil opteren; men kan in vele gevallen beter 50% verliezen op een aandelenparticipatie in een onderneming dan 100% op een aan haar verstrekte lening.

3.5. Niet-financiële ondernemingen

Tenslotte is er nog de groep niet-financiële ondernemingen, die al of niet tezamen met financiële instellingen of natuurlijke personen een ppm kunnen oprichten. De financiering van andere ondernemingen via een ppm, die erkenning wenst in het kader van de garantieregeling, mag echter geen verlengstuk zijn van de eigen activiteiten van een onderneming, die een ppm (mede) opricht. De garantieregeling sluit namelijk uit dat een onderneming door het oprichten van een ppm haar vaste afnemers tevens een financieringspakket zou kunnen aanbieden, hetgeen zou kunnen neerkomen op substitutie van (ongedekt) leverancierskrediet door een voor 50% gedekte participatie via een ppm.

Welk belang zouden ondernemingen buiten de financiële sector dan kunnen hebben bij deelneming in een ppm? Een voor de hand liggend antwoord zou kunnen zijn de verwachting voor een deel van het eigen ondernemingsvermogen via de ppm een gunstiger aanwending te vinden dan met de eigen activiteiten mogelijk is. Ook kan de ppm een investeringsalternatief zijn voor ondernemingen met een bepaalde cash flow produktie, die de bestaande activiteiten niet willen of kunnen voortzetten en die nog geen andere al of niet diversificerende investeringsmogelijkheden voor handen hebben. Door participatie in een ppm kunnen zij met minder risico en vermogensbeslag de markt voor 'new ventures' verkennen. Een andere reden voor deelneming door deze bedrijven in een ppm kan zijn de beschikbaarheid van managementcapaciteit. Het streven naar groei en invloed van de eigen onderneming geeft managers een persoonlijke bevrediging. Penrose wijst ter verklaring van de groei drang van ondernemingen op het steeds opnieuw beschikbaar komen van leidinggevende kwaliteiten wanneer bij de besturing kennis en ervaring is opgedaan.¹⁹ Wanneer in de eigen onderneming groeimogelijkheden niet of beperkt aanwezig zijn, zouden managers hun kennis en ervaring in ondernemingen, waarin zij via een ppm participeren, ten nutte kunnen maken. Stellig is de beschikbaarstelling van managementsteun van ervaren ondernemers van bijzonder groot belang voor jonge en nog kleine ondernemingen, die van een ppm financieringsmiddelen ontvangen. Managementsteun zal voor vele van deze onderneminkjes een noodzakelijk complement zijn van een financieringsarrangement. Men denke aan hulp bij de organisatorische opzet van inkoop, produktie en afzet en aan ondersteuning bij de technologie-keuze en de marktverkenningen. De oprichting van ppm's door commerciële niet-financiële bedrijven, zoals reeds is geschied, kan dan ook alleen maar toegejuicht worden.

4. Verwerving participaties

De ppm zal geheel vrij zijn in haar selectiebeleid ten aanzien van participaties in kansrijk geachte ondernemingen. Toetsing vooraf van te nemen participaties of genomen participaties door de Staat of de toezichthouder zal niet plaatsvinden. Er wordt op vertrouwd dat de ppm - mede door de gestelde voorwaarden voor erkenning als ppm in de zin van de garantieregeling en de bevoegdheid van de toezichthouder om een verleende erkenning te kunnen intrekken - een verantwoord beleid zal voeren. De belang-

rijkste prikkel daartoe is dat de ppm tenminste 50% van een eventueel optredend verlies op een participatie zelf moet dragen. Wel dient de ppm een genomen participatie, waarvoor zij zonodig een verliesvergoeding wil claimen, direct na de verwerving te melden bij de toezichthouder. Deze melding dient echter niet voor een inhoudelijke beoordeling, doch om informatie te verzamelen over de werking van de regeling. Voorts zal de ppm zelf hebben te beoordelen of een participatie aan de formele vereisten van de garantieregeling voldoet.

Naast verschaffing van aandelenvermogen en converteerbaar achtergesteld vermogen kan de ppm haar cliënten andere financieringen aanbieden, die niet onder de garantieregeling vallen. Het is uiteraard verleidelijk voor de ppm zoveel mogelijk van haar vermogensverstrekkingen in de vorm van leenvermogen te doen teneinde op basis van een vaste inkomensstroom in de passieve financiering een flinke component vreemd vermogen te kunnen aanbrengen. Het behoeft geen betoog dat hierdoor de doelstelling om via ppm's risicodragend vermogen te fourneren aan kleine en middelgrote ondernemingen zou worden uitgehold. Teneinde te bevorderen dat ppm's aandelenvermogen verschaffen en tevens solide worden gefinancierd is in de garantieregeling een tweetal met elkaar samenhangende balansvoorschriften voor de ppm opgenomen. De totale verkrijgingsprijs van de gemelde aandelenparticipaties moet tenminste 60% van de totale verkrijgingsprijs der activa bedragen. Voor de passieve financiering geldt het voorschrift dat het rentedragend vermogen niet hoger mag zijn dan het gestorte aandelenvermogen der ppm of 50% van de totale verkrijgingsprijs van de gemelde participaties van de ppm niet te boven mag gaan.

5. Afstoting participaties

De ppm bepaalt eveneens in volle vrijheid wanneer zij een in een onderneming genomen participatie wenst af te stoten. Het is mogelijk en zelfs wenselijk dat de ppm bij vervreemding van participaties een boekwinst realiseert. Het is evenwel zeer waarschijnlijk dat ook boekverliezen zullen ontstaan. Immers, gezien de aard van de vermogensverstrekkingen en de aard van de ondernemingen waarin wordt deelgenomen, is er sprake van zeer riskante investeringen. De mislukkingen zullen hopelijk worden gecompenseerd door de 'gelukkingen'. Het is voorts te verwachten dat de dividendinkomsten op de aandelenparticipaties bescheiden zullen zijn, daar de ondernemingen waarin wordt deelgenomen, hetzij zich in een startfase, hetzij zich in een groeifase bevinden, zodat winsten bij verkoop van participaties een noodzakelijk deel van de beloning zullen vormen.

Verkoop van participaties in kleine en middelgrote ondernemingen zal overigens niet eenvoudig zijn. Vrijwel nimmer zal er een secundaire markt van enige betekenis voor de vermogenstitels van zulke ondernemingen bestaan. In het gunstigste geval worden incidenteel titels van zo'n onderneming op de incurante markt verhandeld, waarbij de tot standkomende prijzen relatief lager zullen liggen dan voor titels op de courante markt. Wegens de geringe liquiditeit of verhandelbaarheid zal de rendementseis bij gelijk te achten risico voor incurante titels immers hoger zijn dan voor

courante titels. Als de ppm een participatie wil afstoten, moet zij een tegenpartij vinden voor een pakket aandelen of converteerbare achtergestelde schuldtitle, daar geleidelijke verkoop stuk voor stuk een te langdurige en kostbare aangelegenheid zou worden, al is in sommige gevallen verkoop van een pakket in een bekende en succesvolle onderneming d.m.v. introductie op de secundaire markt wellicht mogelijk. Bij pakketverkoop zal de tegenpartij vooral gezocht moeten worden in de kring van institutionele beleggers. Deze beleggers prefereren echter, zoals we reeds constateerden, liquide beleggingen teneinde een flexibel beleggingsbeleid te kunnen voeren. Het is dus niet waarschijnlijk dat van die kant interesse zal bestaan voor aankoop van titels in kleine en middelgrote ondernemingen. Pakketverkoop zal misschien in sommige situaties mogelijk zijn aan de andere aandeelhouders van een onderneming waarin wordt deelgenomen of aan een andere onderneming, die een belang wenst op te bouwen in het desbetreffende bedrijf. Verkoop van een pakket aan de Nederlandse Participatie Mij is wellicht ook een alternatief, hoewel de ppm-participaties relatief klein zijn t.o.v. deelnemingen door de NPM, waardoor voor de door te schuiven participaties de verhouding beheerkosten/waarde participatie relatief ongunstiger uitvalt.

Samenvattend moeten we concluderen dat verkoop van eenmaal genomen participaties door een ppm zeer moeilijk zal zijn en als het al lukt waarschijnlijk tegen relatief ongunstige prijzen. De bank-ppm's verkeren in dit opzicht door de bezitstermijn van in beginsel vijf jaar in het nadeel vergeleken met niet-bank ppm's voor welke geen verkoopdwang geldt.

6. Verliesvergoeding door de Staat

De Staat vergoedt maximaal 50% van de hierna te bespreken vergoedingsgrondslag ingeval de ppm op een bij de toezichthouder ten tijde van de verwerving gemelde participatie verlies lijdt bij:

- verkoop van die participatie of een deel daarvan;
- ontbinding van de onderneming waarin de ppm een participatie heeft;
- een in kracht van gewijsde gegane homologatie van een akkoord na faillietverklaring van of van een akkoord na verlening van surséance van betaling aan de onderneming in het geval de ppm aan deze onderneming een converteerbare achtergestelde lening heeft verstrekt.

Het percentage van 50% wordt verminderd met 10%-punten voor elk vol jaar verlopen na het tiende jaar na de datum van verkrijging van de participatie. Na afloop van het zestiende jaar is verliesvergoeding door de Staat dus niet meer mogelijk. Het Rijk heeft een potje van f 50 mln gereserveerd voor aanspraken op verliesvergoeding.

Bij aandelenparticipaties wordt de verliesvergoeding berekend over het verschil tussen verkrijgingsprijs van de participatie en de lagere verkoopprijs of lagere liquidatie-uitkering. Dit verschil heet de vergoedingsgrondslag. In het geval van een verstrekte converteerbare achtergestelde lening bedraagt de vergoedingsgrondslag de verkrijgingsprijs minus het bedrag dat is afgelost sedert de verkrijgingsdatum en minus de verkoopprijs bij vreemding van de participatie of de uitkering wegens liquidatie of wegens

een akkoord na faillissement of surséance. De verkrijgingsprijs van een converteerbare achtergestelde lening wordt niet hoger gesteld dan de nominale waarde van de hoofdsom voor de bepaling van de vergoedingsgrondslag.

Er kunnen echter nog meer correcties plaatsvinden. Wanneer het door de ppm ontvangen dividendrendement op de aandelen van een afzonderlijke onderneming op basis van de verkrijgingsprijs sedert de verwervingsdatum méér bedraagt dan overeenkomt met 5% op jaarbasis zal het percentage van 50 worden verminderd met het aantal procentpunten ‘over’-dividendrendement, gerekend over de gehele bezitsperiode. De hiervoor te hanteren formule luidt:

$$\text{‘Over’-dividendrendement} = \frac{D}{F} \times 100 - \frac{T_m}{12} \times 5 \text{ (mits uitkomst} > 0 \text{)}$$

- waarin: D = totale dividend op de aandelenparticipatie gedurende de bezitsperiode
- F = verkrijgingsprijs
- Tm = aantal volledige maanden verlopen sedert de verkrijging van de participatie

Afgezien van de kanttekeningen, die zijn te plaatsen bij de hoogte van het norm-percentage van 5% dividendrendement per jaar, vragen wij ons af of niet rekening zou moeten worden gehouden met de tijdstippen van dividenduitkeringen. Het is niet onaannemelijk dat ondernemingen waarin wordt geparticipeerd pas na verloop van een aantal jaren na de vermogensinjectie door de ppm in staat zullen zijn een redelijk dividend uit te keren. Wanneer we twee participaties vergelijken en voor beide de verkrijgingsprijs op 100 stellen dan worden over een bezitsperiode van 10 jaar gerekend de volgende twee dividendreeksen in de garantieregeling gelijkwaardig geacht:

dividend		5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
jaren	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

dividend		0	0	0	0	0	10	10	10	10	10
jaren	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

Rekening houdend met de tijdswaarde van het geld is de tweede reeks voor de ppm ongunstiger dan de eerste. Deze tijdswaardeverschillen kunnen eenvoudig worden geëlimineerd bij de bepaling van het ‘over’-dividendrendement door van de totale dividendontvangst gedurende de bezitsperiode de contante waarde per de verkrijgingsdatum te berekenen en vervolgens deze contante waarde te relateren aan de verkrijgingsprijs.

In dit verband moet nog op een inconsistentie worden gewezen. In bijtelling van ‘onder’-dividendrendement is in de garantieregeling niet voorzien. Dit kan problemen veroorzaken. Wanneer de ondernemingen, waarin een ppm participeert, winst maken, zal de keuze moeten worden gemaakt tussen

winstinhouding en dividenduitkering. In vele gevallen zal winstinhouding voor kleine en middelgrote ondernemingen in de start- of expansiefase de beste politiek zijn, doch de ppm als aandeelhoudster zal met het oog op haar eigen belangen waarschijnlijk moeten aandringen op dividenduitkering. Een dergelijke belangentegenstelling kan worden voorkomen door bij de bepaling van de vergoeding 'onder'-dividendrendement mede in aanmerking te nemen.²⁰

Een tweede correctie betreft de verhoging van de verkoopprijs of de liquidatie-uitkering door de toezichthouder indien de ppm, haar aandeelhouders en/of haar personeel voordelen zonder tegenprestatie hebben verkregen uit de onderneming, waarin wordt geparticipeerd. De toezichthouder stelt de waarde van deze voordelen vast. Een normale beloning voor bijvoorbeeld een commissaris of normale provisies die een aandeelhoudster van de ppm ontvangt voor bijvoorbeeld verzekerings- en bankdiensten worden niet als een voordeel zonder tegenprestatie beschouwd. Excessieve en fictieve vergoedingen, die de bedoeling hebben de Staat een groter risico toe te schuiven, kunnen met behulp van deze bepaling worden geredresseerd. Niet duidelijk wordt uit de tekst van de garantieregeling hoe de algemene beheerkosten van de ppm worden behandeld. Hiervoor zal de ppm geen tarief in rekening brengen bij haar deelnemingen. Het lijkt dus niet onlogisch om voor de bepaling van de vergoedingsgrondslag hetzij de verkrijgingsprijs te verhogen, hetzij de verkoopprijs of liquidatie-uitkering te verminderen met een redelijke vergoeding voor algemene beheerkosten.

7. Rol van de accountant

In de Garantieregeling is aan de accountant bij de participatie-activiteiten van een ppm op twee tijdstippen een rol toebedeeld. Het eerste tijdstip valt samen met de verkrijging van een participatie door de ppm. Als de ppm de verkregen participatie meldt bij de toezichthouder, moet de verklaring van de ppm op de volgende punten door haar accountant worden gecontroleerd en goedgekeurd:

- de NV of BV waarin wordt deelgenomen is een onderneming in de zin van de garantieregeling;
- de naam en omschrijving van de activiteiten van deze onderneming, vergezeld van de laatste vastgestelde of goedgekeurde jaarrekening;
- de precieze aard van de participatie, dag van verkrijging alsmede de voorwaarden waaronder de participatie is verkregen.

Het tweede tijdstip waarop de accountant moet worden ingeschakeld door de ppm is het moment van beëindiging der participatie, indien de ppm althans een verliesvergoeding van de Staat wil claimen. De accountant moet dan een verklaring opstellen omtrent de juistheid en volledigheid van de gegevens in het verzoek om vergoeding van de ppm en van de bewijsstukken bij het verzoek, die o.m. betrekking hebben op oorzaak en omvang van het verlies, de waarde van de voordelen, die de ppm uit de onderneming heeft verkregen en de namen van de personen, die gedurende de laatste twee jaar aandeelhouders van de ppm waren of in dienst van de ppm of betrokken bij het beleid of het beheer van de ppm.

8. Conclusie

Van de Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen 1981 moet men geen gouden bergen verwachten. Enerzijds zullen de ppm's alleen in ondernemingen kunnen participeren, die acceptabele rentabiliteitsvooruitzichten hebben en die zijn niet dik gezaaid, terwijl anderzijds veel ppm's vanuit de bancaire sector zijn geïnitieerd, waarvoor geldt dat de druk op de eigen solvabiliteit van de banken een grote expansie van bank-ppm's zal blokkeren. De Raad van Centrale Ondernemingsorganisaties heeft de behoefte aan risicodragend vermogen van het Nederlandse bedrijfsleven geraamd op f 40 mld, waarvan f 26 mld om het bestaande tekort weg te werken en f 14 mld ten behoeve van de financiering van de benodigde investeringen in de komende 5 jaren.²¹ Als we het aantal totstandkomende ppm's, die erkend worden als ppm in de zin van de garantieregeling, op twintig schatten en aannemen dat de gemiddelde omvang per ppm f 20 mln zal bedragen en dat zij hiervan de helft in de vorm van aandelenvermogen verschaffen aan kleine en middelgrote ondernemingen, dan zullen de erkende ppm's slechts een half procent van het benodigde bedrag leveren, een druppel op een gloeiende plaat.

Jammer is dat de Garantieregeling ppm nauwelijks perspectief biedt voor natuurlijke personen en pensioenfondsen om risicodragend vermogen ter beschikking te stellen. De pensioenfondsen kunnen met maatregelen in de fiscale sfeer niet worden verlokkt. Natuurlijke personen wel. Men zou voor deze groep moeten denken aan fiscale maatregelen, die de besparingsstroom in het kader van het z.g.n. verbintenis-sparen afzwakken en welke vrije besparingen stimuleren. Maatregelen op het fiscale vlak, die deze uitwerking zullen hebben, zijn: volledige afschaffing van de dubbele belastingheffing op uitgekeerde winsten en vrijstelling van inkomstenbelasting tot een bepaald bedrag per jaar, dat wordt aangewend voor aankoop van aandelen door de belastingplichtige. Deze faciliteiten zullen meer effect sorteren dan de onderhavige Garantieregeling, die overigens een bescheiden complementaire functie zou kunnen blijven vervullen ten behoeve van de financiering van kleine en middelgrote onderneming.

Noten

* Met dank aan prof. dr. H. C. Wytzes en drs. A. Klaassen voor hun waardevolle commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1 Ondernemend vermogen = eigen vermogen + minderheidsbelang.

Totale vermogen = balanstotaal.

2 CBS-Statistiek van balans en resultatenrekening beurs-NV's 1980 en CBS-Maandstatistiek Financieelwezen febr. 1968.

3 Jaarverslag De Nederlandsche Bank 1981, p. 109.

4 H. G. Advokaat op een symposium dat de Amro Bank organiseerde over stimulansen voor het midden- en kleinbedrijf. Verslag in Financieel Dagblad van 14 sept. 1981.

5 Voor de beurs-NV's gezamenlijk (excl. financiële bedrijven en de vijf internationale concerns) bedroeg het rendement over het eigen vermogen in 1980 slechts 2,7% tegen 7% in 1970. Bron: jaarverslag De Nederlandsche Bank 1981, p. 108.

6 Nederlandse Staatscourant van 23 april 1981, nr. 77.

7 Small Business Investment Act 1958. Doelstelling small business investment companies (SBIC): stimulate and supplement the flow of private equity capital and long term funds which small-business concerns need for the sound financing of the business operations and for their growth, expansion and modernization. J. R. Dominguez, Venture Capital, Lexington, Mass., 1974, p.3.

- 8 Uit empirisch onderzoek is gebleken dat met een portefeuille van 20 verschillende fondsen het specifieke risico nagenoeg kan worden geëlimineerd. De correlatie van de rendementen van zo'n portefeuille met de rendementen van de aandelenmarkt als geheel nadert asymptotisch tot 1. Lit.: John L. Evans & Stephen H. Archer, *Diversification and the reduction of dispersion: an empirical analysis*, *The Journal of Finance*, dec. 1968, p. 761-767; W. H. Wagner & S. C. Lau, *The effect of diversification on risk*, *Financial Analysts Journal*, nov/dec. 1971, p. 48-53; John G. McDonald, *Investment objectives: diversification, risk and exposure to surprise*, *Financial Analysts Journal*, mrt/apr. 1975, p. 42-49; M. J. Brennan, *The optimal number of securities in a risky asset portfolio when there are fixed costs of transacting: theory and some empirical results*, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, sept. 1975, p. 483-495.
- 9 Wytzes wijst erop dat de ppm het van aanzienlijke schaalbesparingen zal moeten hebben. H. C. Wytzes, *De garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen*, *De Naamlooze Vennootschap*, sept. 1981.
- 10 G. Rietkerk, *Onderneming en vermogensmarkt*, Leiden/Antwerpen 1977, p. 185. Ultimo 1978 hadden de pensioenfondsen gezamenlijk nog geen 4% van het totale belegde vermogen van f 126 mld in aandelen vastgelegd. CBS-Beleggingen van institutionele beleggers 1977-1978.
- 11 *Pensioen- en Spaarfondsenwet*, art. 14.
- 12 Op de hiermede samenhangende rechtsvormconstructie zullen wij in dit artikel niet ingaan. Verwezen zij naar de fiscaal-juridische literatuur.
- 13 *Circulaire De Nederlandsche Bank* van 15 sept. 1980.
- 14 Zie J. A. Gons, *De verschaffing van risicodragend vermogen door banken aan niet-banken; enkele ontwikkelingen in een aantal Europese landen*, *Bank- en Effectenbedrijf* juli/aug. 1980.
- 15 *Kwartaalbericht De Nederlandsche Bank* 1981 nr. 1, p. 40 en 1980 nr. 3, p. 51.
- 16 De Staat draagt nl. maximaal een risico van f 2 mln per onderneming waarin een of meer ppm's deelnemen. Er zal geen vergoeding worden gegeven indien de totale verkrijgingsprijs van de participaties en al die overige participaties in de betreffende onderneming, die verplichtingen opleveren voor de toezichthouder, meer dan f 4 mln bedraagt.
- 17 *Jaarverslag De Nederlandsche Bank* 1981, p. 125.
- 18 Hierbij dient wel bedacht te worden dat de *Garantieregeling ppm pas* op 23 juni 1981 in werking is getreden.
- 19 E. T. Penrose, *The theory of the growth of the firm*, Oxford 1972.
- 20 Wytzes vestigt de aandacht op nog een andere mogelijke tegenstelling tussen aandeelhouders in een onderneming met betrekking tot de dividendpolitiek. Natuurlijke personen-aandeelhouders genieten via de ppm een voordeel doordat een bedrag tot f 1000,- dividend per jaar niet met inkomstenbelasting zal worden belast, terwijl de andere aandeelhouders in de onderneming deze faciliteit niet hebben. Zie noot 9.
- 21 *Raad van Centrale Ondernemingsorganisaties*, *Advies inzake plaats en toekomst van de Nederlandse industrie*.