

Prof. Dr. L. A. Ankum

Risicodragend vermogen: Opmerkingen naar aanleiding van het artikel van A. Wateler

Het thema dat de organisatoren voor deze dies kozen luidt 'risicodragend vermogen'. Het gebruik van de term vermogen suggereert dat de vermogenssoort, die het onderwerp van deze bijeenkomst vormt een ruimere inhoud heeft dan het vermogen, dat men tegenwoordig wel - met een Anglicisme - aanduidt als '*risicokapitaal*'. Toch doet beschouwing van de voordrachten van de beide inleiders zien dat zij zich in wezen hebben gericht op de verschaffing van eigen c.q. permanent vermogen aan *kleine ondernemingen*. Het gaat dus in feite wel om het vermogen dat men tegenwoordig 'risicokapitaal' noemt. Daarbij moet worden opgemerkt dat in Europa, met name in het Verenigd Koninkrijk, onder de term 'risk capital' twee vermogenssoorten worden begrepen: 'venture capital', permanent vermogen verstrekt aan beginnende ondernemingen, en het zogenaamde 'development capital', het permanente vermogen verstrekt aan ondernemingen, die reeds enige tijd bestaan en in een groeifase verkeren. In de Verenigde Staten daarentegen gebruikt men - zoals duidelijk uit de voordracht van Tervooren blijkt - de term 'venture capital' voor beide vormen van verschaffing van permanent vermogen aan kleine en middelgrote ondernemingen. Het begrip 'risk capital' is identiek aan het Amerikaanse begrip 'venture capital'. Het gaat daarbij overigens niet alleen om de verstrekking van eigen vermogen in de vorm van het gewone of preferente aandelenvermogen, maar ook om in aandelen converteerbare (achtergestelde) leningen.

Ook over het woord '*risicodragend*' een opmerking. In het financiële spraakgebruik wordt reeds geruime tijd een onderscheid gemaakt tussen de begrippen 'risicodragend' en 'risicomijdend' vermogen. Reeds in 1962 heeft Diepenhorst er echter op gewezen dat alle vermogen risico draagt, zij het in uiteenlopende mate en van verschillende aard. Men denke bijvoorbeeld aan het risico dat als gevolg van financiële moeilijkheden van een schuldenaar de interestbetaling en de aflossing niet op de overeengekomen tijdstippen plaatsvinden. Het is een bekend feit dat aan het door banken verstrekte rekening-courantkrediet heden ten dage dikwijls grote risico's zijn verbonden, waardoor dit vermogen soms volledig 'risicodragend' is. Diepenhorst stelde voor om in plaats van het onderscheid tussen risicomijdend en risicodragend vermogen het onderscheid tussen 'niet-ondernemend' en 'ondernemend' vermogen te stellen.¹ Bij *ondernemend* vermogen

wordt de afwikkeling van de uit de financieringsovereenkomst voortvloeiende verbintenissen *doelbewust* afhankelijk gesteld van de financiële uitkomsten van het produktieproces. Bij het 'niet-ondernemende' vermogen is zulks niet het geval. Aan elke vermogenssoort - zowel aan ondernemend als aan niet-ondernemend vermogen - is derhalve risico verbonden. In de vermogensmarkttheorie is aangetoond dat er een relatie bestaat tussen het risico en het verwachte periodieke rendement van een belegging. Hieronder komen wij hierop kort terug. Thans is duidelijk dat wij ons bezighouden met de *verschaffing van ondernemend vermogen aan kleine en middelgrote ondernemingen*.

Op welke wijze komt nu de kleine onderneming aan risicodragend vermogen? In eerste instantie zal daarvoor - zoals steeds in het verleden het geval is geweest - het (in letterlijke zin) eigen vermogen van de ondernemer, eventueel aangevuld met financiële steun van een beperkte kring van familieleden en bekenden, in aanmerking komen. In een tweede ontwikkelingsfase is de omvang van dit vermogen onvoldoende en moet de ondernemer een beroep op buitenstaanders doen. Daarvoor komt met name kredietverlening door de banken, eventueel onder garantie van de overheid², aan de orde. Voor het verwerven van permanent vermogen van externe vermogensverschaffers bestaan weinig mogelijkheden. Voor de openbare emissiemarkt is de onderneming veelal nog te klein, terwijl meestal een dividendverleden ontbreekt. Bij institutionele beleggers bestaat voor onderhandse plaatsing van aandelen nauwelijks belangstelling.

Reeds geruime tijd bestaan er in ons land enkele participatiemaatschappijen (de Nederlandse Participatie Maatschappij N.V., Risiko Kapitaal Nederland B.V., Buvermo, Van Rietschoten Holding). De omvang van de activiteiten van deze maatschappijen was evenwel naar verhouding niet groot. Een belangrijke rol voor de verschaffing van risicodragend vermogen aan kleine innoverende ondernemingen is nu evenwel volgens de overheid weggelegd voor de nieuwe *particuliere participatiemaatschappijen* (ppm-en) onder vigeur van de daarvoor door de overheid in april 1981 getroffen *garantieregeling*³. Het is niet mogelijk de inhoud van deze regeling in extenso weer te geven. Slechts enkele hoofdlijnen, die voor het betoog van belang zijn, worden genoemd⁴.

In de overwegingen voor de regeling stellen de Ministers van Financiën en van Economische Zaken dat zij de oprichting en ontwikkeling van ppm-en, die nieuw risicodragend vermogen aan kleine en middelgrote ondernemingen in Nederland verschaffen, willen bevorderen. Het belangrijkste middel dat zij daartoe hanteren is de verliesvergoeding door de Staat. Wanneer bij verkoop van een participatie, of bij ontbinding van een onderneming, waarin een ppm een deelneming heeft, een verlies wordt geleden ten opzichte van de verkrijgingsprijs van de participatie, vergoedt de Staat onder bepaalde voorwaarden aan de ppm 50% van dit verlies. De andere helft van het verlies komt ten laste van de ppm. De vergoeding tot dit percentage geschiedt voor zover het verlies binnen elf jaar na de verwerving van de

participatie wordt geleden. Daarna wordt het percentage verminderd met tien procentpunten per vol jaar dat na het tiende jaar is verstreken. Na zestien jaar kan men dus geen aanspraak op vergoeding meer maken. Overigens wordt de omvang van de vergoeding ook verminderd indien in de loop van de bezitsperiode een 'over-dividendrendement' aan de ppm is uitgekeerd. Dit is een rendement dat hoger is dan 5% van de verkrijgingsprijs op jaarbasis.

Ook aan tal van andere voorwaarden moet worden voldaan. Zo mogen de participaties slechts worden genomen in ondernemingen, die in Nederland zijn gevestigd (niet zelf een ppm zijnde) en die in hoofdzaak in ons land werkzaam zijn met niet meer dan 500 werknemers c.q. geen onderdeel vormen van een concern met meer dan 1.000 werknemers totaal. De deelnemingen mogen geen betrekking hebben op het bank-, verzekerings- of beleggingsbedrijf dan wel op onroerend goed-exploitatiemaatschappijen.

Voorts moet de participatie zijn aangemeld bij de zogenaamde 'toezichthouder' en moet de desbetreffende ppm door de toezichthouder zijn erkend. Door de Ministers is de Nederlandsche Bank als toezichthouder aangewezen. In het jaarverslag over 1982 vermeldt de NB dat per ultimo december 1982 twintig erkende ppm-en volgens de bepalingen van de garantieregeling functioneerden. Ook over de aangemelde participaties geeft de Bank interessant cijfermateriaal⁵. Per 31 december 1982 waren 45 participaties aangemeld, waarvan 42 in het kalenderjaar 1982. Van deze 45 participaties hebben er 17 betrekking op reeds bestaande ondernemingen, 10 op verzelfstandigde bedrijfsonderdelen (spin-offs) en 18 op nieuwe ondernemingen. De gemiddelde verkrijgingsprijs voor alle participaties bedraagt ca. f 340.000, die voor bestaande ondernemingen f 385.000 en die voor nieuwe ondernemingen f 235.000. Het aantal aandelenparticipaties bedraagt 38; de resterende zeven deelnemingen hebben betrekking op converteerbare achtergestelde obligatieleningen.

Als aandeelhouders van ppm-en komen in aanmerking natuurlijke personen, pensioenfondsen, levensverzekeringsmaatschappijen en banken. Slechts de laatste twee groepen zijn tot nu toe overwegend als aandeelhouders opgetreden. De pensioenfondsen stellen zich zeer terughoudend op⁶. Natuurlijke personen hebben zich tot 31 december 1982 (nog) niet als aandeelhouder van erkende ppm-en gemeld⁷, ondanks de fiscale extra dividend-vrijstelling (ad f 1.000), die ten aanzien van dividenden uit ppm-en van kracht is⁸. In 1982 is door ppm-en (nog) geen beroep op verliesvergoeding gedaan.

In zijn voordracht heeft Wateler er op gewezen dat er vooralsnog geen gebrek is aan beschikbaarheid van risicodragend vermogen in Nederland. Ik laat in het midden in hoeverre dit voor het bedrijfsleven als geheel geldt. Een magisch getal is in dit verband het veel geciteerde bedrag van f 40 miljard, dat de Raad van Centrale Ondernemingsorganisaties heeft geraamd als de behoefte aan risicodragend vermogen van het Nederlandse bedrijfs-

leven. Wanneer men zich beperkt tot de behoefte aan risicodragend vermogen door kleine ondernemingen, dan kan - op basis van het aantal ppm-en - het aanbod van 'risicokapitaal' voorshands wel als voldoende worden beschouwd. Toch kan men zich afvragen of de potentiële vraag en het beschikbare aanbod voldoende op elkaar zijn afgestemd. Het komt mij voor dat men in dit verband niet te veel van de ppm-en mag verwachten. De belangrijkste overwegingen daartoe zijn de volgende.

Het verschaffen van permanent vermogen aan beginnende ondernemingen gaat met grote risico's gepaard. Juist beginnende ondernemingen zullen nog moeten bewijzen dat voor het (nieuwe) produkt een winstgevende markt bestaat en dat de ondernemer over voldoende capaciteiten beschikt. Het is dan ook opvallend dat van de aangemelde participaties per ultimo 1982 slechts 40% betrekking heeft op nieuwe ondernemingen. Van belang is hier de reeds gesignaleerde relatie tussen risico en verwacht rendement. Het grote risico van participaties in nieuwe ondernemingen vergt een hoge rendementsverwachting c.q. een hoge rendementseis van de belegger. Veronderstel dat van de vijf beginnende ondernemingen er vier mislukken. Uitgaande van een risicovrije rentevoet van staatsobligaties van 8,5% per jaar impliceert dit dat het verwachte rendement op de participaties 42,5% per jaar moet zijn om de belegger een aan staatsobligaties overeenkomstig inkomen te waarborgen. Er is dan nog geen rekening gehouden met de kosten, die aan de ppm zelf zijn verbonden. Wanneer men rekening houdt met vennootschapsbelasting zullen ondernemingen, die voor een ppm interessant zijn, een hoge rentabiliteit moeten vertonen. Uiteraard hangt de gestelde rendementseis tevens af van de mate van risico-afkeer van de belegger, terwijl voorts zeer zorgvuldige selectie van de participaties deze eis kan verlagen. Dit laatste leidt echter weer tot hogere kosten bij de ppm. De verliesvergoeding door de overheid heeft voorts een gunstige invloed op de rendementseis van de ppm. Bij de gemaakte veronderstellingen is nog slechts een verwacht rendement van 25,5% per jaar (exclusief kosten) nodig om een met staatsobligaties overeenkomend rendement te verwerven. Ook indien men rekening houdt met deze faciliteit kan men zich afvragen *of er voor de ppm-en voldoende rendabele projecten beschikbaar zijn.*

Voorzover dit het geval is wordt overigens aan de bedoeling van de garantieregeling tegemoet gekomen. De lagere rendementseis, die de ppm op grond van de mogelijke verliesvergoeding door de overheid kan stellen, leidt tot een hogere *maximaal* door hem voor een deelneming te betalen verkrijgingsprijs (= contante waarde van het verwachte inkomen uit de participatie). Bij voldoende onderlinge concurrentie tussen ppm-en tendert de werkelijke verkrijgingsprijs naar dit maximum en leidt de verliesvergoeding door de overheid inderdaad tot een grotere toestroming van vermogen naar de vermogen vragende onderneming.

Naast twijfel aan de beschikbaarheid van voldoende rendabele projecten, zijn er mogelijke andere beperkingen aan het functioneren van ppm-en gesteld⁹. Terecht wijst Wateler op het feit dat de jonge ondernemer weinig

bereidheid tot dividenduitkering zal vertonen, hetgeen het voor de ppm noodzakelijk maakt het gewenste rendement via vermogenswinst bij vervreemding van de participatie aan het einde van de bezitsperiode te realiseren. Allerwege wordt evenwel gewezen op het ontbreken van een goed functionerende 'after market'. Een pleidooi voor het verbeteren van de secundaire vermogensmarkt, waartoe via de parallelmarkt van de Amsterdamse Effectenbeurs een aanzet is gegeven, is dus zeker op zijn plaats⁹.

De inleider stelt dat 'het nog te vroeg is om uitspraken te doen over het succes van deze nieuwe organisaties'. Het zal duidelijk zijn dat ten aanzien van de ppm naar mijn oordeel enige twijfel aan het succes op zijn plaats is. De tijd zal het echter leren. Voor het overige kan ik mij zeer wel vinden in het boeiende betoog van Wateler. Zijn suggesties hebben in grote lijnen mijn instemming. In het algemeen geldt echter dat naar mijn mening het stimuleren van nieuwe en vernieuwende activiteiten *in de eerste plaats zal worden bevorderd door een goed ondernemings- en investeringsklimaat*. Daaraan kan de Nederlandse overheid slechts ten dele iets doen: door gerichte stimulansen - zoals Wateler bepleit -, maar vooral ook door globale, algemeen werkende maatregelen. Daarbij denk ik vooral aan maatregelen in de fiscale sfeer, bijvoorbeeld ten aanzien van de vennootschapsbelasting, de dubbele belasting op het eigen vermogen en het stimuleren van de aankoop van aandelen. Naarmate deze maatregelen meer effect sorteren, is de noodzaak van gerichte 'incentives' geringer. De Nederlander is door de eeuwen inventief geweest en heeft steeds de voor de hand liggende kansen gegrepen. Ook in de toekomst zal dat ongetwijfeld gebeuren.

Noten

1 A. I. Diepenhorst, *Beschouwingen over de optimale financiële structuur van de onderneming*, Haarlem 1962.

2 Zie voor de kredietverlening onder staatsgarantie aan het midden- en kleinbedrijf en voor andere vormen van directe en indirecte overheidsfinanciering van het bedrijfsleven S. W. Douma, *Ondernemingsfinanciering en de financiële steun door de overheid aan individuele ondernemingen in moeilijkheden*, Leiden 1981, hoofdstuk 4 en de daar aangehaalde literatuur.

3 Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen 1981, 23 april 1981, nr. 381-5481/Directie Financieringen, Nederlandse Staatscourant 23 april 1981, nr. 77.

4 Zie voor een uiteenzetting van de garantieregeling H. C. Wytzes, *De garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen*, *De Naamloze Vennootschap*, september 1981 (p. 140-144) en G. Rietkerk, *De verschaffing van risicodragend vermogen onder de Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen*, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs-huishoudkunde*, januari 1983 (p. 2-15).

5 De Nederlandsche Bank N.V., *jaarslag 1982*, p. 146-147.

6 Rietkerk t.a.p. p. 6; zie ook W. O. Wentges (directeur van het Shell Pensioenfonds), *Particuliere participatiemaatschappijen voor pensioenfondsen niet aantrekkelijk*, *Het Financieel Dagblad*, 8 juli 1982 en P. A. van de Paverd, *De beleggingspolitiek van institutionele beleggers onder andere ten aanzien van risicodragend vermogen*, *NIBE-publikaties no. 43*, 1982, p. 33-78.

7 De Nederlandsche Bank N.V., *jaarslag 1982*, p. 146.

8 Een duidelijke verklaring hiervoor geeft Rietkerk, t.a.p. p. 4-6.

9 Vergelijk voorts Wytzes t.a.p. en Rietkerk t.a.p.