

PARTICIPATIES

door Drs. J. G. C. Gieben

Inleiding

De verscheidenheid van de financieringsbehoeften van de deelnemers aan het economisch proces heeft in de loop der tijden antwoord gevonden in een verscheidenheid van financieringsmogelijkheden en -vormen. In het algemeen kan gezegd worden, dat het antwoord dat de financieringsinstituten wisten te geven, een passende oplossing bood voor de nieuwe behoeften, die zich ontwikkeld hadden. Niet steeds en niet overal is dit echter zo geweest. Het doel van dit artikel is een schets te geven van één bepaalde vorm van financieren: het deelnemen in risicodragend kapitaal. Het valt buiten het kader van dit artikel om een uitputtend overzicht te geven van de ontwikkelingen, die zich ten aanzien van de kapitaalparticipatiemogelijkheden hebben voorgedaan. Deze bijdrage zal zich beperken tot de ontwikkelingen in eigen land en die in Engeland, Frankrijk en Duitsland.

Naar mate de internationale handel en meer nog naar mate de industrialisering voortschreed, nam de behoefte aan risicodragende financiering naast de traditionele credietfinanciering toe. De bedragen nodig om nieuwe activiteiten door hun aanloopfase te brengen tot de periode, dat de winsten beginnen te vloeien, werden groter en groter. Gold dit voor het vestigen van nieuwe bedrijven, het gold evenzeer voor uitbreiding en modernisering van bestaande bedrijven en ondernemingen. Overheden hebben zich bemoeid met dit nijpende probleem en getracht door lofwaardige initiatieven de oplossing naderbij te brengen. Het is merkwaardig dat deze initiatieven, buiten Frankrijk, zelden uitgegroeid zijn tot instituten, die in belangrijke mate aan de groeiende vraag konden voldoen. Het particuliere bedrijfsleven in de verschillende landen is eveneens, ondanks een aantal serieuze en goed opgezette pogingen, slechts ten dele in staat gebleken het juiste antwoord te vinden, althans op een zodanige schaal dat het aanbod in een reële verhouding tot de vraag kon staan.

Het antwoord, dat niet in voldoende mate kwam van de participatiemaatschappijen en de investeringsbanken, is echter in belangrijke mate ondervangen door de ontwikkeling van de effectenbeurzen. De naamloze vennootschap met zijn in aandelen van kleine coupure verdeeld kapitaal wist zich langs deze weg toegang te verschaffen tot de kapitaalmarkt. Naarmate meer en meer mensen tot bezit van enig vermogen kwamen, groeide aan die zijde de vraag tot belegging in vermogenswaarden. Dit aanbod wist, meer dan enig participatieinstituut, de weg te vinden tot de kapitaalvragers, tot de nieuwe industrieën en de internationale handel en scheepvaart. De weg tot de introductie op de effectenbeurzen stond echter slechts open voor bedrijven, die enige omvang hadden bereikt en die konden laten zien, dat hun onderneming jaren van voorspoedige ontwikkeling achter de rug had.

Niet ieder op zich zelf levenskrachtig bedrijf of gezond ondernemersinitiatief kan voldoen aan de eisen die gesteld worden voor introductie ter beurse. Zij staan in toenemende mate voor het probleem hoe de kapitaalbasis kan worden versterkt en uitgebreid in gelijke tred met de groeiende behoeften aan financieringsmiddelen voor de steeds kostbaarder wordende bedrijfsinvesteringen.

Bij de bespreking van de ontwikkeling in Nederland wordt hier dieper op in-

gegaan. Opmerkelijk is, dat in de laatste jaren ook ter beurse genoteerde bedrijven toch in onvoldoende mate hun kapitaalbehoeften konden dekken langs de weg van openbare emissies. Aan de top van de ladder konden de grote wereldomspannende bedrijven slechts voor een deel uit de kapitaalmarkt hun ontzagwekkende behoefte aan middelen dekken. Voor hen blijft de noodzaak tot financiering uit ingehouden winsten groot. Zij zoeken in toenemende mate hun toevlucht tot leasing. Aan de onderkant van de ladder moesten vele in het verleden geïntroduceerde bedrijven ervaren, dat de beursnotering, hoe belangrijk ook, op zich niet het ultimum remedium is. De verhandelbaarheid van aandelen speelt een uitzonderlijk grote rol. De dunne markt voor hun aandelen ontnemt aan deze stukken veel van de intrinsieke aantrekkelijkheid. Steeds meer concentreert de vraag ter beurse zich op aandelen, niet alleen van goede kwaliteit, maar meer nog van goede verhandelbaarheid. De dalende beurzen onderstreepten de onaantrekkelijke kanten van het bezit van aandelen met beperkte verhandelbaarheid. Immers, men kan dit bezit slechts mondjesmaat en vaak alleen ten koste van gevoelige koersafbrokkeling weer realiseren.

Deze jongste ontwikkelingen zijn aanleiding om het zoeklicht weer eens te richten op de participatiemaatschappijen en de investeringsbanken, wier rol in de toekomst in belang zal winnen. Wie zal zeggen of niet juist zij zullen kunnen uitgroeien tot instellingen, die door de spreiding van hun belangen, door hun ervaring en neutraliteit, door hun eigen integriteit en kredietwaardigheid, een interessant beursfonds kunnen zijn voor de kleine en de grote belegger. Langs deze indirecte weg zouden ook de kleinere en op zich niet op de beurs thuis horende bedrijven, zich toch toegang tot de kapitaalverschaffers kunnen verwerven.

Na deze inleiding van algemene strekking moge thans aandacht worden gegeven aan de historische ontwikkeling van de participatiemaatschappijen, de investeringsbanken, de *banques d'affaires* in enkele landen.

Engeland

In feite hebben de banken in Engeland zich tot het begin van de twintigste eeuw vrijwel uitsluitend beperkt tot het verlenen van korte credieten aan het bedrijfsleven ter financiering van lopende uitgaven, zgn. „self-liquidating” transacties. Traditioneel waren de Britse banken daarom geneigd zich afzijdig te houden van credietaanvragen bestemd voor langlopende financieringen, zoals bijv. voor uitbreiding van fabrieksoutillages etc., omdat algemeen van de stelling werd uitgegaan dat alleen kortlopende credieten leningen waren waaraan weinig risico's verbonden zijn.

In de loop van de twintigste eeuw is hierin geleidelijk verandering gekomen. In navolging van de continentaal-Europese banken, toonden de Britse banken zich n.l. steeds meer bereid langlopende leningen aan het bedrijfsleven te verstrekken, zij het aanvankelijk tegen ruim onderpand, zoals o.m. hypothecaire credieten op onroerende goederen.

De moeilijkheden in economisch opzicht omstreeks het begin van de dertiger jaren, waren voor de Bank of England aanleiding te onderzoeken door welke financiële maatregelen in de behoefte aan nieuwe vormen van credietverlening kon worden voorzien, met name aan die industriële bedrijven, die tot het economisch herstel van Engeland zouden kunnen bijdragen.

Tegen deze achtergrond werd in 1930 door de Bank of England, in samenwer-

king met vrijwel alle grote banken de „*Bankers' Industrial Development Company Ltd.*” opgericht, welke in de reorganisatie van verschillende, in moeilijkheden verkerende bedrijfstakken, zoals de scheepsbouw, de textiel-, ijzer- en staalindustrie, een belangrijke rol speelde, onder meer door voor de emissie van aandelen en obligaties zorg te dragen. In de financiering van handel en industrie, in het bijzonder voor wat betreft de risicodragende financiering van kleine en middelgrote ondernemingen, bleef voorshands echter nog een grote leemte bestaan. Geheel in de lijn van de aanbeveling welke het „Committee on Finance and Industry” (Macmillan Committee) in 1931 had gedaan, werden in de daarop volgende jaren ter opvulling van deze leemte, door de banken onder leiding van en gestimuleerd door de Bank of England, gespecialiseerde instellingen opgericht. Naast de banken waren in vele gevallen beleggings- en verzekeringsmaatschappijen mede-oprichters.

Een eerste initiatief tot uitbreiding van de financieringsorganisatie was de door de „United Dominions Trust” (een huurkoopfinancieringsinstituut, waarin de Bank of England een aanmerkelijk belang had) in 1934 opgerichte „*Credit for Industry*”, welke aan kleine industriële ondernemingen middellang- en lang credit verleende.

In de particuliere sector werd in 1934 door de Charterhouse Group - een beleggingsmaatschappij - opgericht de „*Charterhouse Industrial Development Company Ltd.*” (aandelenkapitaal £ 5 miljoen), met als doelstelling, de risicodragende financiering van groeiende industriële ondernemingen, welke nog te klein zijn om zelf te emitteren; de C.I.D.C.-participaties en die van haar dochter, de „*Charterhouse Finance Corporation*”, betreffen steeds minderheidsbelangen.

Een belangrijke ontwikkeling was de oprichting in 1945 door de Bank of England en alle Engelse en Schotse grootbanken, van de „*Industrial and Commercial Finance Corporation*”, (aandelenkapitaal £ 15 miljoen) ter financiering van kleine en middelgrote - vnl. industriële - ondernemingen. Ook hier blijven participaties veelal tot een minderheidsbelang beperkt. In tegenstelling tot de C.I.D.C., die steeds participeert in het aandelenkapitaal van een onderneming, zijn de uitzettingen bij de I.C.F.C. voor 60 % in de vorm van leningen en de overige 40 % in de vorm van gewone aandelen, aflosbare- en niet-aflosbare preferente aandelen.

In 1945 werd voorts door de Bank of England en de verzekerings- en beleggingsmaatschappijen opgericht de „*Finance Corporation for Industry*” (aandelenkapitaal £ 25 miljoen). Haar doelstelling is het verschaffen van financiële steun bij de wederopbouw, alsmede bij de oprichting van (omvangrijke) nieuwe ondernemingen die het benodigde vermogen niet uit de bestaande financieringsbronnen kunnen aantrekken. Een belangrijk deel van haar leningen en deelnemingen kwam de ijzer- en staalindustrie ten goede.

Vermelding verdient vervolgens de oprichting in 1950 van „*The Estate Duties Investment Trust Limited*” (aandelenkapitaal £ 1 miljoen) door de I.C.F.C. en enkele verzekerings- en beleggingsmaatschappijen. De E.D.I.T.L. neemt door overneming van aandelen deel in het vermogen van vennootschappen, waarvan de eigenaar behoefte heeft aan liquide middelen.

Eveneens op dit speciale gebied werkzaam, zij het dat deze instellingen ook uitbreidingen van industriële ondernemingen financieren, zijn de „*Private Enterprises Investment Company Limited*” (aandelenkapitaal £ 1 miljoen), opgericht

door enkele city banks en institutionele beleggers, in 1953, en de „*Safeguard Industrial Investment Limited*” (aandelenkapitaal £ 2,5 miljoen), opgericht door de London and Yorkshire Trust Limited.

Na de opheffing van de credietrestricties in 1958 heeft het Engelse bankwezen zich o.m. ook begeven op het terrein van de afbetalingstransacties en huurkoop-financiering, waarbij belangrijke bedragen werden geïnvesteerd in huurkoop-financieringsinstituten. Deze instituten waren als dochterinstelling weliswaar zelfstandig, doch zij kregen hun middelen van de desbetreffende bank.

Frankrijk

In tegenstelling tot de ontwikkeling, welke o.m. in Engeland en Nederland op het gebied van de industrie-financiering viel waar te nemen, n.l. een geleidelijke creatie van gespecialiseerde instellingen die aan de groeiende middellange- en lange financieringsbehoefte van het bedrijfsleven tegemoet kwamen, hebben de Franse banken, met name de banques d'affaires - te vergelijken met de investeringsbanken in Nederland - zich traditioneel bewogen op het terrein van de risicodragende financiering van industrie en handel.

De scheiding tussen de werkzaamheden van de depositobanken en de banques d'affaires dateert in feite van 1945, toen de nieuwe bankwet van kracht werd. Voor de depositobanken kwam duidelijk de nadruk te liggen op leningen op korte termijn, terwijl de banques d'affaires zich vnl. dienden te beperken tot investeringsactiviteiten.

De banques d'affaires, waarvan de eersten in de tweede helft van de 19e eeuw zijn voortgekomen uit de vroegere grote bankiershuizen, specialiseerden zich in de financiering van, of participatie in ondernemingen, alsook in de verstrekking van investeringskredieten voor veelal onbepaalde tijd aan deze ondernemingen en de emissie van aandelen. De bankwet van 1945 stelt hieromtrent: „dont l'activité principale est la prise et la gestion de participations dans des affaires existantes ou en formation et l'ouverture de crédits sans limitation de durée aux entreprises publiques ou privées qui bénéficient, ont bénéficié ou doivent bénéficier desdites participations”. De bekendste onder de ongeveer 50 banques d'affaires met een N.V. vorm zijn de *Banque de Paris et des Pays-Bas* (1872), *Banque de l'Indochine* (1875), *Banque de l'Union Parisienne* (1904) en *Union Européenne Industrielle et Financière* (1942). Als firma of commanditaire vennootschap treden o.m. op *Rothschild Frères, Worms et Cie, Lazard Frères et Cie*.

De in bovenstaande definitie genoemde activiteiten onderscheiden de banques d'affaires van de depositobanken, welke laatste banken uit liquiditeitsoverwegingen niet op grote schaal credieten op lange termijn verstrekken, daar de gelden die zij ter beschikking hebben hoofdzakelijk uit zichttegoeden en deposito's met een opzeggingstermijn van ten hoogste twee jaar bestaan. Overigens wordt de depositobank in haar lange termijnactiviteiten beperkt door de wettelijke regeling dat ze niet voor meer dan 10 % mag participeren in het aandelenkapitaal van bedrijven, die niet tot de werkingssfeer van de bank behoren. Door een aanvullende wet in 1946 werden participaties verder beperkt tot max. 75 % van de eigen middelen der bank. Naast de credieten op korte termijn, waarbij het in disconto nemen van wissels en ander handelspapier een zeer belangrijke plaats inneemt, hebben de depositobanken zich sinds de dertiger jaren en in het bijzonder na de laatste wereldoorlog echter in toenemende mate beziggehouden met emissies en met

„crédit à moyen terme”. De credietverlening op middellange termijn heeft, vooral nadat de Banque de France zich in 1944 bereid verklaarde wissels tot een looptijd van 5 jaar in disconto te nemen, een grote vlucht genomen.

In tegenstelling tot de depositobanken, is geen van de banques d'affaires genationaliseerd. In iedere banque d'affaires, die de rechtsvorm van N.V. heeft en een balanstotaal van meer dan Ffr. 2 miljard vertoont, heeft echter een regeringsvertegenwoordiger zitting. Deze heeft het recht van veto voor elke beslissing die hij in strijd acht met het nationale belang. Tegen dit besluit kan beroep worden aangetekend bij de Conseil National du Crédit. In de praktijk is deze overheidsinterventie evenwel van weinig betekenis.

Inmiddels hebben een tweetal verordeningen, in 1966 afgekondigd, een belangrijke verandering gebracht in de verhouding tussen banques d'affaires en depositobanken. Ter aanmoediging van de besparingen en met het oog op een grotere flexibiliteit van het Franse bankwezen, is het aan banques d'affaires voortaan toegestaan ook zichttegoeden van het publiek te accepteren, terwijl de depositobanken termijndeposito's van langer dan twee jaar mogen aantrekken. Op deze wijze komen de depositobanken in een betere positie credieten met een langere looptijd te verstrekken, terwijl de banques d'affaires een grotere toestroom van middelen kunnen verwachten zodat een verdere ontwikkeling van haar korte credietverlening mogelijk wordt.

In het kader van de verbetering van de Franse kapitaalmarkt is voorts door de Conseil National du Crédit een voorstel in behandeling genomen dat beoogt een verzachting te brengen in het voorschrift, dat depositobanken een belang van slechts maximaal 10 % in industriële ondernemingen mogen hebben.

Als aanvulling op de depositobanken zijn te beschouwen de „banques de crédit à long et à moyen terme”. Deze kwamen op initiatief van de reeds bestaande bankinstellingen na de eerste wereldoorlog tot stand. Te noemen zijn o.m. de *Caisse des D p ts et Consignations* (1816), welke als centrale fungeert voor de middelen van de spaarbanken en verzekeringsinstellingen. De Caisse investeert deze gelden o.a. in leningen aan de overheid en particulieren; voorts neemt ze belangen in ondernemingen van nationaal belang. Sedert 1931 is de Caisse een herdisconteringsinstituut in het „crédit   moyen terme”; hierbij trekt de debiteur op zijn bankier wissels, welke deze kan onderbrengen bij de Caisse.

Eenzelfde faciliteit werd in 1943 - vooral t.a.v. industriëel crediet - verschaft door de *Crédit National de France*, welke momenteel op de markt van middellang crediet een belangrijke plaats inneemt. Grote industriële ondernemingen profiteerden het eerst van deze faciliteit. Ook kleinere en middelgrote bedrijven hebben echter vooral de laatste jaren in toenemende mate van deze financieringsbron gebruik gemaakt. De Crédit National - te vergelijken met de Nationale Investeringsbank N.V. - werd in 1919 opgericht door enkele particuliere banken en grote industrieën, ter verstrekking van voorschotten tot herstel van oorlogsschaden. Daarnaast verstrekt de Crédit National sedert 1941, onder overheidsgarantie, leningen aan nieuwe industrieën, terwijl uit eigen middelen, vnl. verkregen door de uitgifte van obligatieleningen, credieten worden verleend met een looptijd tot twintig jaar. De *Crédit Populaire de France* (1911), op co-operatieve basis georganiseerd, verstrekt credieten aan kleine en middelgrote industrieën en commerciële ondernemingen. Deze organisatie is vergelijkbaar met de Crédit Agricole, die credieten aan de agrarische sector verleent.

Recentelijk zijn in de grotere provinciale centra opgericht zgn. *Sociétés de développement régional*. Hun doelstelling is: „de concourir sous forme de participations en capital au financement des entreprises industrielles dans les régions qui souffrent de sous-emploi ou d'un développement économique insuffisant". Deze regionale bankes d'affaires, in het kapitaal waarvan wordt deelgenomen door de grote depositobanken, de bankes d'affaires en lokale ondernemers, kunnen in het Franse bankwezen in de toekomst een belangrijke rol gaan spelen.

W.Duitsland

Tot het werkterrein van de Westduitse banken behoren traditioneel ook de langere termijn financieringsactiviteiten voor welke in bijv. Engeland en Nederland veelal gespecialiseerde instellingen werden opgericht. Mede hierdoor heeft het bankwezen in de tweede helft van de 19e eeuw en in het begin van deze eeuw in grote mate tot de snelle industriële ontwikkeling van Duitsland bijgedragen. Ook de kleine en middelgrote ondernemingen ontmoetten in deze periode geen al te grote moeilijkheden hun lange termijn kapitaalbehoeften te bevredigen; de maatschappen welke de banken aanlegden voor wat betreft de kwaliteit en de grootte van de te bieden zekerheden waren niet zeer streng.

De eerste wereldoorlog, de daarop volgende periode van inflatie en de wereldcrisis van de dertiger jaren (welke zich in Duitsland in eerste instantie als een bankcrisis manifesteerde) brachten in deze situatie verandering. De banken zagen zich o.m. gedwongen grotere zekerheidsstellingen te verlangen, waaraan in het algemeen juist de kleine en middelgrote ondernemingen niet konden voldoen, terwijl voor hen op de krappe kapitaalmarkt de mogelijkheden tot emissie uitermate gering waren. Een bijdrage tot de oplossing van deze moeilijkheden leverde de *Bank für deutsche Industrie - obligationen A.G.*, in Berlijn (de huidige Industrie-kreditbank A.G.), welke in 1924 door een groot aantal banken en industriële ondernemingen werd opgericht.

In de jaren na de laatste wereldoorlog vormden de banken evenwel weer een sterke stimulans voor de wederopbouw van de Duitse economie; investeringscredieten werden op grote schaal verstrekt.

Het kenmerkende van de hedendaagse Duitse bank is de veelheid van taken welke zij vervult; tot haar werkzaamheden behoren, naast het aantrekken van spaargelden en termijndeposito's en het uitzetten van middelen op korte termijn, eveneens de verschaffing van industriële credieten op middellange en lange termijn, het verzorgen van emissies, de aan- en verkoop van effecten en het participeren in ondernemingen die zij financiert. Wat deze laatste activiteit betreft is van belang de „Aktiengesetz", op 1-1-1966 in werking getreden, volgens welke open N.V.'s mededeling moeten doen van zgn. „Schachtelbeteiligungen" (kapitaalbelangen van ten minste 25 % in een andere binnenlandse vennootschap). Uit de sindsdien bekend geworden cijfers blijkt inderdaad, dat de banken aanmerkelijke belangen in het Duitse bedrijfsleven bezitten.

Overheidsinstellingen voor leningen op lange termijn leverden een essentiële bijdrage tot het herstel en de ontwikkeling van de Westduitse industrie na de laatste wereldoorlog. De belangrijkste instelling, door de overheid in 1948 opgericht is de „Kreditanstalt für Wiederaufbau" (KfW). In het aandelenkapitaal van DM. 1 mld. namen de Bondsrepubliek en de „Länder" voor ieder 50 % deel.

Van de „Bank Deutscher Länder” - de Duitse C.B. - nam de KfW de taak over, de belangrijke bedragen verkregen uit de Marshallhulp, d.m.v. leningen op middellange- en lange termijn te verdelen over die ondernemingen voor wie hulp zeer urgent was en op efficiënte wijze zouden kunnen bijdragen tot het beoogde herstel. Veel van haar leningen gingen naar de grote ondernemingen en naar openbare nutsbedrijven, zoals de spoorwegen.

Naast de bovengenoemde taak verstrekt de KfW middellange- en lange credieten ter financiering van investeringen, voorzover deze niet door andere credietinstellingen verzorgd kunnen worden, voornamelijk de woningbouw en de export betreffend. De middelen hiertoe verkrijgt de KfW uit de emissie van obligaties en uit leningen van de overheid.

De belangrijkste particuliere instelling op het gebied van de industriefinanciering is de *Industriekreditbank A.G.* (I.K.B.) te Düsseldorf, welke in 1949 werd opgericht met een aandelenkapitaal van D.M. 12 mln. (momenteel D.M. 78 mln.). Haar doelstelling is het verlenen van middellange- en lange credieten en het participeren in ondernemingen, ter bevordering van de wederopbouw en het winvermogen der Duitse economie. In het bijzonder wordt aan de credietbehoeften van rendabele middelgrote en kleine industriële ondernemingen tegemoet gekomen, welke niet door de emissie van aandelen of obligaties op de kapitaalmarkt terecht kunnen. De bank, welke haar middelen verkrijgt door de uitgifte van obligatieleningen, heeft met opmerkelijk succes gewerkt.

De KfW en de I.K.B. vullen elkaar voor wat betreft hun werkzaamheden uitstekend aan; de eerste specialiseert zich in investeringscredieten aan grote ondernemingen en openbare nutsbedrijven, de laatste verleent investeringscredieten aan middelgrote- en kleine particuliere ondernemingen. Zeer recent is de oprichting (in 1965) door het Bankhaus S.G. Warburg & Co. en de Allgemeine Bankgesellschaft A.G. van de „*Beteiligungsgesellschaft für Industrie und Handel G.m.b.H.*”, in Frankfurt. Deze instelling heeft ten doel het participeren in die ondernemingen van industrie en handel, voor welke de toegang tot de kapitaalmarkt niet mogelijk is; in principe wordt slechts aan minderheidsbelangen gedacht. De middelen hiervoor zullen worden verkregen uit de plaatsing van commanditaire aandelen.

Als typische instelling van het Duitsland na de oorlog valt ten slotte nog te noemen de door de overheid in 1950 opgerichte „*Bank für Vertriebene und Geschädigte A.G.*” (Lastenausgleichsbank), welke financiële hulp verschaft aan Duitse vluchtelingen uit door de U.S.S.R. bezette gebieden.

Nederland

In de credietsector waren de activiteiten van het Nederlandse bankwezen vóór de eerste wereldoorlog voornamelijk gericht op het verschaffen van middelen op korte termijn aan handel en industrie ter voorziening in de behoefte aan roulerend bedrijfskapitaal. Hierbij gold de overweging, dat de banken vrijwel uitsluitend gelden van derden aantrokken met een kortlopend karakter, welke gelden in beginsel niet in aanmerking kwamen voor langlopende financieringen.

Een verandering in de richting van directe industriefinanciering op langere termijn kwam in feite in de dertiger jaren tot stand met de oprichting door de overheid van de *Industriebank in Limburg N.V.* en de *N.V. Maatschappij voor Industriefinanciering*. Eerstgenoemde bank, welke in 1931 werd opgericht, had

tot taak het probleem van industrie-financiering in regionaal verband op te lossen. De in 1936 opgerichte *N.V. Maatschappij voor Industrie-financiering* (Mavif) had ten doel het verstrekken van credieten op lange termijn aan c.q. het deelnemen in het kapitaal van en het verlenen van bemiddeling voor het verstrekken van financiële steun aan bestaande of nieuw op te richten industriële ondernemingen, voorzover werkverruiming en behoud van werkgelegenheid in de industrie daardoor zou worden bevorderd. Geen van deze instellingen kwam echter tot grote bloei, hetgeen vooral moet worden toegeschreven aan het feit dat de investeringsgeneigdheid in de jaren tot de tweede Wereldoorlog vrij gering was. Bovendien was de Mavif gebonden aan de voorwaarde, dat alleen projecten die tot werkverruiming leidden, mochten worden gefinancierd. Na de oorlog heeft de Mavif zich nauwelijks meer met de industrie-financiering beziggehouden. Haar taak is, wat de verlening van resp. langere credieten en risicodragend vermogen betreft, overgenomen door de hierna te bespreken Herstelbank en de Nederlandse Participatie Maatschappij N.V.

Na de tweede wereldoorlog is door de particuliere banken ter financiering van het herstel van het economisch leven een concrete bijdrage geleverd. Met name werd in oktober 1945 de *Maatschappij tot Financiering van het Nationaal Herstel N.V.* (thans *Nationale Investeringsbank N.V.*) gesticht, welke maatschappij langlopende leningen aan door oorlogsschade getroffen ondernemingen verstrekke.

Oprichters waren de Staat, de particuliere banken en de institutionele beleggers (aandelenkapitaal f 300 miljoen). Volgens haar statuten is het doel de financiering van in het Rijk gevestigde ondernemingen, zulks door het openen van credieten, het verstrekken van geldleningen, het stellen van borgtochten, het deelnemen in het kapitaal van andere ondernemingen en het verlenen van bemiddeling op financieel gebied. De verlening door de Bank van investeringscredieten op lange termijn en de verlening van credieten op middellange termijn vormden een zeer gewenste verbetering in de industrie-financiering in Nederland. Hoewel de statuten van de Bank participaties toelaten, zijn de deelnemingen in het risicodragend vermogen van ondernemingen beperkt gebleven. De behoefte welke aan deze vorm van industrie-financiering bestond werd echter ook door de Bank onderkend; haar initiatief in 1948 tot oprichting van de Nederlandse Participatie Maatschappij N.V., in samenwerking met de banken en institutionele beleggers, bevestigt dit.

Het doel van de *Nederlandse Participatie Maatschappij N.V.* (gestort aandelenkapitaal f 41,6 miljoen) is de verschaffing van geldmiddelen aan ondernemingen in het bijzonder door deelneming in het risicodragend kapitaal, waarbij zij in het algemeen aan een belang van hoogstens 1/3 van het gestort kapitaal van een N.V. de voorkeur geeft. De N.P.M. houdt zich vooral bezig met de financiering van besloten middelgrote en kleinere ondernemingen die voor emissie van aandelen niet aan de beurs kunnen of willen komen. Ook maakt zij de overgang mogelijk voor N.V.'s die wel tot een publieke emissie willen overgaan, doch daarvoor de gelegenheid nog niet geschikt achten.

Omstreeks het begin van de zestiger jaren is men in bankkringen ook meer aandacht gaan besteden aan participaties in industriële ondernemingen. In dit verband valt te noemen de *Investeringsbank Amsterdam N.V. (I.B.A.)*, opgericht in 1964. In het gestorte aandelenkapitaal ad momenteel f 10 miljoen, nemen de Nederlandse Overzee Bank N.V. en de Hambros Bank Ltd. deel. De Bank houdt zich in het bijzonder bezig met de financiering door participatie in het kapitaal van be-

sloten middelgrote en kleinere ondernemingen, waarbij zij zich niet bij voorbaat in haar deelname kwantitatief beperkt. Voor het overige lijkt er weinig verschil te zijn in doelstellingen tussen de N.P.M. en de I.B.A.

Ook de overheid heeft een initiatief genomen tot voorziening in de financiering van die ondernemingen, welke normaliter voor hun speciale financieringsbehoeften niet terecht kunnen bij de algemene banken. Zij riep daartoe in het leven de *Stichting Industriël Garantiefonds*, welke kleine en middelgrote ondernemingen bij de verschaffing van risicodragend kapitaal behulpzaam is. De Stichting heeft hiertoe twee werkmaatschappijen in het leven geroepen, de Financieringsmaatschappij Industriël Garantiefonds 's-Gravenhage N.V. en de Financieringsmaatschappij Industriël Garantiefonds Amsterdam N.V. Naast het aangaan van participaties kan het fonds ook dividendgaranties verlenen.

Huidige situatie

De verdere industrialisatie, die in Nederland zal moeten plaatsvinden om arbeidsplaatsen voor de toenemende bevolking te scheppen, alsmede anderzijds de noodzaak van voortgaande rationalisatie en mechanisatie van de bestaande industrie zullen grote financieringsproblemen oproepen. Een onderdeel daarvan zal zijn dat ook de basis van risicodragend vermogen zal moeten worden vergroot. Voor de ter beurse genoteerde ondernemingen en voor ondernemingen, die voor introductie ter beurse in aanmerking komen, is er een directe weg naar de kapitaalmarkt. Zoals in de inleiding reeds werd opgemerkt, mag daarbij niet uit het oog worden verloren, dat deze faciliteit in wezen beperkt is en blijft, zolang de aandelen van de betreffende ondernemingen niet een ruime verhandelbaarheid hebben. De ervaring van de laatste jaren is, helaas, dat deze ruime verhandelbaarheid maar voor relatief weinig ondernemingen is weggelegd.

Voor de incurant genoteerde en meer nog voor de grote groep van niet genoteerde ondernemingen zal het aantrekken van risicodragend kapitaal grote problemen blijven geven. In hoeverre de persoonlijke financiële draagkracht van de ondernemer en zijn familie en relatiekring - of meer algemeen gesteld - in hoeverre „particuliere” bronnen de oplossing zullen geven moet een open vraag blijven. Enige twijfel is echter wel op zijn plaats.

Het lijkt derhalve niet onwaarschijnlijk, dat meer dan in het verleden een beroep zal worden gedaan op de participatie instituten. Daarmee zal zich het probleem van het aantrekken van middelen verleggen naar deze instituten. In Frankrijk zien wij dat de Banques d'affaires daarvoor terug konden vallen op de achter hen staande banken, dan wel door eigen notering met emissies ter beurse konden komen. De aandelen van deze participatieinstituten krijgen daarmee het karakter van aandelen in beleggingsfondsen in besloten en veelal kleine tot middelgrote ondernemingen. Deze ontwikkeling in Frankrijk biedt interessante perspectieven voor de verdere ontwikkeling in Nederland.

Het artikel moge besluiten met een kort overzicht van de mogelijkheden, die de participatiemaatschappijen in grote lijnen bieden.

De vergroting van het risicodragend vermogen van de onderneming, dus plaatsing van aandelen, is daarbij de belangrijkste vorm. Zowel pakketten aandelen van ter beurse genoteerde fondsen als van besloten ondernemingen komen hiervoor in aanmerking. Er kan daarbij aanleiding zijn om in plaats van aandelen een conver-

teerbare obligatielening te plaatsen. Een direct daarop aansluitende vorm van financieren is het plaatsen van een aandelenpakket als voorloper op de introductie ter beurse. Deze participatie draagt uiteraard een tijdelijk karakter en stelt de onderneming in staat een gunstig moment voor de introductie af te wachten zonder daarmee haar ontwikkeling en groei te stagneren. Nevenvormen van participaties zijn de overname van bestaande pakketten van aandelen van de aandeelhouders. Ook hier kan deze participatie van tijdelijke aard zijn, in welk geval afspraken over de terugkoop gemaakt worden.

Van belang is te benadrukken dat de „banques d'affaires” bij het nemen van participaties handelen als ondernemers. Het nemen van participaties is hun bedrijf. Net als ieder bedrijf, dat een investering overweegt, zal zij zich daarbij laten leiden door overwegingen van te behalen rendement en toekomstige groeimogelijkheden. De intrinsieke waarde van de aangeboden participaties speelt hierbij een relatief ondergeschikte rol. Een algemeen geldende formule voor de prijsbepaling is niet te geven. Een complex van factoren is hierop van invloed. Van geval tot geval zullen de individuele merites moeten worden bekeken.